

Neue Impulse für Start-up-Finanzierungen

Wandeldarlehen haben sich mittlerweile als alternatives Finanzierungsinstrument in der Start-up-Szene etabliert und erfreuen sich einer wachsenden Popularität – nicht zuletzt, weil verschiedene staatliche Förderbanken das Wandeldarlehen als separaten Baustein oder in Kombination mit Direktbeteiligungen für ihre Förderprogramme anbieten. Was ist bei Wandeldarlehen als Finanzierungsinstrument zu beachten? Und welche neuen Entwicklungen gibt es?

„Invest – Zuschuss für Wagniskapital“ lautet die am 1. Januar 2021 auf Bundesebene in Kraft getretene Richtlinie zur Bezuschussung von Wagniskapital privater Investoren für junge innovative Unternehmen. Bei Wandlung in Anteile an einem Start-up kann Investoren so ein Erwerbzuschuss von maximal 20% des Ausgabepreises der Anteile gewährt werden. Daneben kann ein Exit-Zuschuss als pauschale Erstattung der Steuern auf Gewinne, die bei der Veräußerung der erworbenen Anteile anfallen, erhalten werden. Andere Fördereinrichtungen, wie etwa die *Kapitalbeteiligungsgesellschaft NRW* oder der *High-Tech Gründerfonds*, gewähren als Lead-Investoren selbst das Wandeldarlehen. Das Förderprogramm *Start-up BW Pro-Tect* des Landes Baden-Württemberg beispielsweise besteht aus einer verzinslichen öffentlich-rechtlichen Zuwendung der Landeskreditbank Baden-Württemberg unter Rückzahlungsvorbehalt in Höhe von 80% und einem Darlehen eines privaten Co-Investors in Höhe von mindestens 20% – jeweils bezogen auf die Gesamtfinanzierung. Beide Komponenten sind mit einem Wandlungsrecht ausgestattet.

„Probezeit“ für Investoren und Start-ups

Da notwendige Parameter für die Bewertung des Unternehmens fehlen und dessen zukünftige Ertragsentwicklung schwer vorhersehbar ist, liegt in der Seed-Phase noch keine belastbare Unternehmensbewertung vor. Risikoinvestoren sind in dieser Phase beim Erwerb von Unternehmensbeteiligungen zurückhaltend. In Krisenzeiten erhöht sich die Bewertungsunsicherheit zusätzlich. Wandeldarlehen können dadurch punkten, dass sowohl dem Start-up als auch dem Investor so eine „Probezeit“ eingeräumt wird und die Lücke zwischen Fremdkapital und Eigenkapital erst zum Zeitpunkt der Wandlung anlässlich einer qualifizierten Finanzierungsrunde geschlossen wird – wenn verlässlichere Informationen über den Unternehmenswert vorliegen.

Wirtschaftliches Restrisiko

Ferner besteht für Gründer der Vorteil, dass sie nicht frühzeitig Stimmrechte an dem Unternehmen mit dem Investor teilen müssen. Außerdem kann dieses Finanzierungsinstrument auch dazu genutzt werden, Liquiditätsengpässe zwischen zwei Finanzierungsrunden zu überbrücken, zumal Kosten und Zeitauf-

wand für die Vereinbarung eines Wandeldarlehens gering sind. Auch wenn Wandeldarlehen juristisch kein Eigenkapital darstellen, stufen Banken sie aufgrund der Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs als „eigenkapitalähnlich“ mit positiven Auswirkungen auf das Unternehmensrating ein. Aufseiten der Investoren aber verbleibt weiterhin das Risiko, dass Wandlungen, etwa mangels qualifizierter Finanzierungsrunde, nicht stattfinden und dass eine Rückzahlung des Darlehens im Regelfall ein theoretisches Szenario ist, weil aufgrund des Nachrangs die Rückzahlung nur aus Gewinnen oder zusätzlichem Eigenkapital erfolgen kann.

Rechtsrisiko steuern und Stolpersteine vermeiden

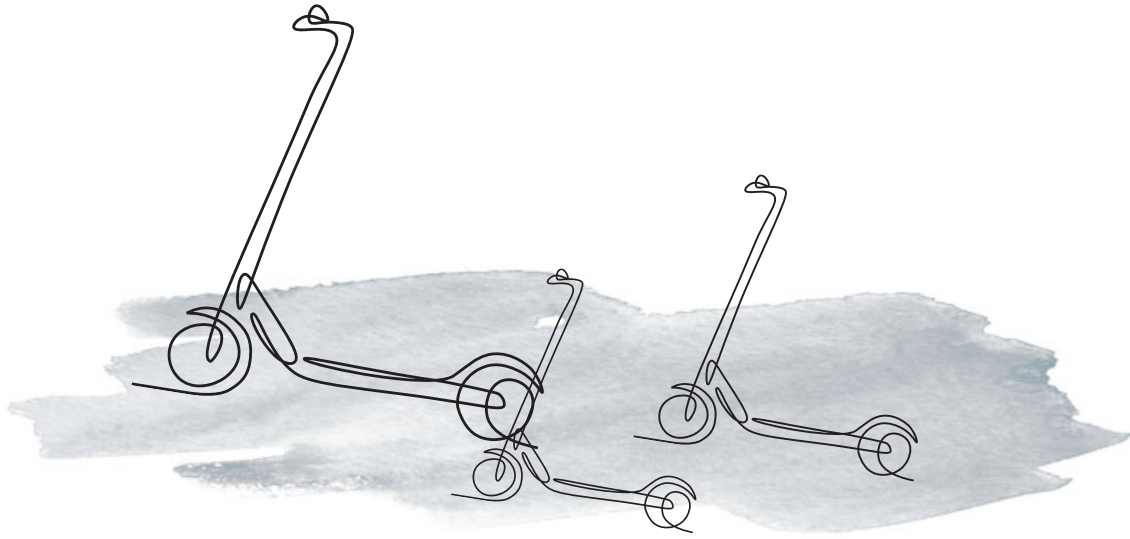
In der Praxis werden pragmatische, aber nicht immer rechtssichere Wandeldarlehensverträge abgeschlossen. Dennoch lässt sich das Rechtsrisiko steuern, wenn das Wandeldarlehen rechtlich gut strukturiert ist. Damit alle Gesellschafter des Start-ups vor Abschluss eines Wandeldarlehensvertrags involviert werden, sollte am Anfang ein Gesellschafterbeschluss stehen, der die Geschäftsführer dazu ermächtigt, einen Wandeldarlehensvertrag abzuschließen. Die Parameter für das Wandeldarlehen sollten dann bereits feststehen.

Zinsen und Laufzeit

Im Rahmen des Wandeldarlehensvertrags gewährt der Investor als Darlehensgeber dem Start-up als Darlehensnehmer zunächst ein festverzinsliches Nachrangdarlehen. Die Auszahlung kann entweder insgesamt oder gestaffelt nach Erfüllung von Milestones erfolgen. Um gerade in der Early Stage-Phase die Liquidität des Start-ups nicht zu stark mit laufenden Zinsen zu belasten, kann die Endfälligkeit der Zinsen vereinbart werden. Damit ein Invest-Zuschuss gewährt wird, müssen die Vertragsklauseln marktüblich sein. Dazu haben sich am Markt im Hinblick auf Zinshöhe und Laufzeit bis zur Wandlung Grenzwerte herausgebildet.

Rückzahlung nur in Ausnahmefällen

Auch wenn eine vorzeitige Rückzahlung nur für absolute Ausnahmefälle vorgesehen ist, kann es vor der Wandlung zu einem vorzeitigen Exit kommen. Dieser ist gegeben, wenn zum Beispiel die Mehrheit der Gesellschaftsanteile oder wesentliche Teile der



Vermögenswerte der Gesellschaft veräußert werden. Für solche Fallkonstellationen sollte der Darlehensvertrag einen Verzicht des Darlehensgebers auf das Wandlungsrecht beinhalten, damit dieser nicht den Exit blockieren kann. Als Ausgleich erhält der Darlehensgeber neben der Verzinsung des Darlehens zusätzlich eine Exit-Prämie. Da der Wandeldarlehensvertrag nur zwischen Start-up und Darlehensgeber abgeschlossen wird, ist für die Begründung eines durchsetzbaren Rechtsanspruchs auf Wandlung die Vereinbarung einer Wandlungsverpflichtung erforderlich, die von sämtlichen Gesellschaftern, der Gesellschaft selbst und allen Darlehensgebern zu unterzeichnen ist.

Ausgestaltung und Durchführung: drei Szenarien

Dreh- und Angelpunkt des Wandeldarlehens ist die Wandlung in Geschäftsanteile und dessen Ausgestaltung. In diesem Zusammenhang sind drei Szenarien denkbar: Szenario eins, gleichzeitig auch der Regelfall, ist, dass die Wandlung im Rahmen einer qualifizierten Finanzierungsrunde stattfindet. Für den Investor ist es wichtig, dieses Ereignis möglichst konkret im Hinblick auf Mindestvolumen insgesamt und Mindestanteil an Kapital von weiteren externen Investoren festzulegen. Ansonsten – und dies ist Szenario zwei – kann der Fall eintreten, dass der Investor zu seinem Nachteil auf Basis einer kleinen Finanzierungsrunde mit einer unrealistisch hohen Bewertung gezwungen ist, zu wandeln. In Szenario drei kann der Wandeldarlehensvertrag eine „zwingende Wandlung“ vorsehen, sofern keine qualifizierte Finanzierungsrunde stattfindet.

Steigerung der Attraktivität

Die Anzahl der für die Wandlung ausgegebenen Anteile bestimmt sich nach der sogenannten Pre-Money-Bewertung der neuen Finanzierungsrunde – häufig abzüglich eines prozentualen Discounts als Vergütung für die Gewährung der vorgezogenen Liquidität als Wachstumsspritze und zur Verbesserung der Leistungskennzahlen. Oft wird zusätzlich oder separat ein

Cap zur Absicherung des Darlehensgebers vereinbart, also eine Obergrenze der zugrunde zu legenden Pre-Money-Bewertung für die Wandlung. Sowohl bei der Höhe des Discounts als auch des Caps sind im Falle einer Bezuschussung nach dem Invest-Programm Obergrenzen für die Marktüblichkeit zu beachten. Darüber hinaus kann es „Most Favoured Nation-Regelungen“ in Wandeldarlehensverträgen geben, wonach die Vorteile nachträglich abgeschlossener Finanzierungsinstrumente mit Wandlungsrecht auch auf diese Vereinbarung Anwendung finden sollen.

Fazit

Wandeldarlehen sind äußerst geeignete Finanzierungsinstrumente für Start-ups – jedoch vor allem für die Anschub- und Brückenfinanzierung. Spätestens mit der Einführung des Invest-Zuschusses hat die Akzeptanz des Wandeldarlehens sowohl bei Investoren als auch bei Start-ups an Fahrt aufgenommen. Die staatlichen Programme sind als Instrument zur Förderung von aussichtsreichen innovativen Start-ups unverzichtbar. Allerdings sind Wandeldarlehen keine Dauerlösung als Ersatz für zukünftige Eigenkapitalrunden, denn konzeptionell setzen sie eine Eigenkapitalrunde voraus, damit Investoren zu einem späteren Zeitpunkt am Unternehmenswert partizipieren können. ■

Heinrich Thiele, RA/StB,

ist Partner bei Baker Tilly in München. Sowohl als Berater als auch als Leiter der Rechtsabteilung der LBBW hat er langjährige Expertise im Banken- und Kapitalmarktrecht, insbesondere der Beratung von Banken und Ministerien bei der Strukturierung von Förderprogrammen für Start-ups.

