

# / Start-ups und Corona: Wandeldarlehen als Finanzierungsinstrument in der Corona-Krise

Noerr

7/6/2020

Private Equity | Restrukturierung & Insolvenz | Corona Crisis Center

Die Corona-Pandemie hat eine weltweite schwerwiegende Rezession ausgelöst und stellt unsere Gesellschaft und Wirtschaft gleichermaßen vor Herausforderungen. Export, Privatkonsum und Investitionen sind eingebrochen, mit der Folge von dramatischen Umsatzausfällen bei vielen Unternehmen. Für das Start-up Ökosystem sind diese Folgen zum Teil noch stärker spürbar, da es den meisten Start-ups naturgemäß an Rücklagen fehlt, um Krisenzeiten zu überstehen.

Aktuell werden Finanzierungsrunden verschoben und Entscheidungen über Kooperationen vertagt, weil Investoren in ihre Investitionsentscheidungen einbeziehen, wie ein Start-up den Umgang mit der Corona-Krise meistert und sie kritisch beurteilen müssen, wie die Wachstumsprognose in einem geänderten Marktumfeld aussieht. Die Investoren spüren die Auswirkungen der Pandemie natürlich auch in ihrem Portfolio und werden daher besonders genau hinterfragen, ob und in welchem Umfang sie aktuell in neue Start-ups investieren, anstatt ihr Kapital für etwaige Liquiditätsengpässe bei bestehenden Beteiligungen zurückzuhalten.

Daran werden vermutlich auch die von der Bundesregierung im Rahmen des Start-up-Maßnahmenpaktes bereitgestellten Mittel in Höhe von EUR 2 Mrd. nicht viel ändern können (zum EUR 2 Mrd. Maßnahmenpaket sehen Sie bitte [hier](#)), da die Förderung durch die Corona Matching Fazilität (Säule 1 des Maßnahmenpakets) konzeptionell zunächst einmal die Investitionsbereitschaft der europäischen VC Fonds voraussetzt, deren Mittel im Anschluss durch die staatlichen Mittel gematched werden können. Es sieht so aus, als würden die meisten der an der Corona Matching Fazilität interessierten VC-Fondsmanager ein solches Matching allenfalls für ihr bestehendes Portfolio, nicht aber für Neuinvestments in Anspruch nehmen wollen.

In solchen Krisenzeiten stellen Wandeldarlehen ein sinnvolles Finanzierungsinstrument für Wachstumsunternehmen dar. Wandeldarlehen sind ein bewährtes und seit Jahren fest etabliertes Finanzierungsinstrument in der Start-up-Szene. Die grundsätzliche Funktionsweise und die Regelungselemente von Wandeldarlehen dürften jedem, der sich mit Start-up-Finanzierungen beschäftigt, hinlänglich bekannt sein: Ein Wandeldarlehen ist ein (in aller Regel unbesichertes) Darlehen verbunden mit einem Recht oder auch einer Pflicht zur späteren Wandlung der Darlehensforderung (zzgl. aufgelaufener Zinsen) (zumeist im Zuge der nächsten Finanzierungsrunde) in neu auszugebende Gesellschaftsanteile. Der Grundgedanke eines Wandeldarlehensvertrages ist dabei die Wandlung in Eigenkapital und nicht die Rückzahlung des Darlehens, wobei auch die Rückzahlung des Darlehens möglich ist. Das Wandeldarlehen wird regelmäßig verzinst. Für die Zahlung der Zinsen wird in der Regel Endfälligkeit vereinbart, um die Liquidität des Start-ups nicht mit laufenden Zinszahlungen zu belasten.

Insbesondere aufgrund der Möglichkeit einer „Verschiebung“ der Bewertungsfrage und der schnellen und kostengünstigen Umsetzung sowie der Flexibilität in der vertraglichen Ausgestaltung wird das Wandeldarlehen, wie im Folgenden näher ausgeführt wird, unseres Erachtens in den nächsten Wochen und Monaten vermehrt das Mittel der Wahl unter den verschiedenen Finanzierungsinstrumenten sein.

## Überwindung von Bewertungsunsicherheiten bei Start-ups

Die Bewertung eines Start-ups ermittelt sich auf der Grundlage verschiedener Faktoren, die Rückschlüsse auf das Potenzial des Start-ups und die Validität seines Geschäftsmodells zulassen. Der wohl größte Unterschied zwischen der Bewertung von Start-ups und reifen Unternehmen ist, dass es für Start-ups naturgemäß (nahezu) keinerlei historische Zahlen gibt. Das trifft oftmals nicht nur auf das einzelne Start-up, sondern bei besonders innovativen Geschäftsmodellen auf den gesamten Markt zu, in dem

das Start-up tätig ist. Im Gegensatz zu reifen Unternehmen, für die eine umfangreiche finanzielle Historie vorliegt, gestaltet sich ein Forecast von finanziellen Erträgen von Start-ups daher schwierig. Etwas vereinfachend gesagt, lässt sich eine Unternehmensbewertung von Start-ups weit weniger gut aus vorhandenem Zahlenwerk ableiten und ist daher viel eher „gegriffen“. Sie knüpft an weiche Faktoren an, wie beispielsweise an den Track Record eines Seriengründers, den „Glauben“ des Investors an das (Gründer-)Team und den Business Plan, oder ist am Ende einfach „Verhandlungssache“ zwischen Investor und Gründerteam.

Durch die Corona-Krise sind Bewertungen noch schwieriger geworden, bzw. Vor-Krisen-Bewertungen oftmals nicht zu halten. Können sich die Gründer und die Investoren nicht auf die Bewertung, zu der eine Eigenkapitalfinanzierung stattfinden soll, einigen oder ist diese nicht „seriös“ möglich, kann die Finanzierung über ein Wandeldarlehen eine sinnvolle Vorstufe einer Eigenkapitalfinanzierung darstellen. Bewertungsfragen werden zeitlich nach hinten verlagert, indem im Wandeldarlehensvertrag typischerweise vereinbart wird, dass die Forderung des darlehensgebenden Investors erst im Zuge der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde gewandelt wird, wobei Grundlage der Wandlung grundsätzlich die Bewertung dieser nächsten Finanzierungsrunde ist. Bewertungsunsicherheiten werden damit überwunden bzw. zeitlich verschoben. Ein zeitaufwendiger Bewertungsprozess kann vermieden und dringend erforderliche Liquidität vergleichsweise schnell erlangt werden. Das macht Wandeldarlehen als Finanzierungsinstrument während der Corona-Krise besonders attraktiv.

## Vermeidung von Down Rounds

Aufgrund der Auswirkungen der Corona-Krise werden die Bewertungen von Start-ups häufig nach unten „korrigiert“. Eine Down Round sollte aber insbesondere aus Sicht des Start-ups und der Gründer vermieden werden. Sie führt zu einem Wertverlust und zu einer Verwässerung der Beteiligungen der bestehenden Gesellschafter, da Investoren aufgrund der niedrigeren Bewertung für die gleiche Investitionssumme eine höhere Beteiligung erhalten, als sie dafür in der vorherigen Finanzierungsrunde erhalten hätten. Beteiligungsverträge sehen zwar häufig eine sog. Down Round Protection vor, diese führt aber nur bei ausgewählten Investoren (und typischerweise nicht bei den Gründern oder anderen Inhabern von Geschäftsanteilen ohne Vorzugsrechte) zu einem Ausgleich der Verwässerung.

Mit der Verschiebung der Bewertung können Down Rounds und eine starke Verwässerung des Gründerteams und der übrigen Gesellschafter ohne Vorzugsrechte und damit einhergehend auch eine Demotivation der Gründer vermieden werden. Vielmehr werden Gründer und Management incentiviert, die Gesellschaft bis zur nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde derart „nach vorne zu bringen“, dass hierbei eine möglichst hohe Bewertung erzielt werden kann, auf deren Grundlage dann auch grundsätzlich die Wandlung des Wandeldarlehens erfolgt. Damit hält sich gleichzeitig auch die Verwässerung des Gründerteams und der übrigen Gesellschafter ohne Vorzugsrechte in Grenzen.

## Weitgehende Gestaltungsfreiheit

Ein zusätzlicher Vorteil von Wandeldarlehen, der sie als Instrument zur Krisenbewältigung besonders attraktiv macht, ist eine weitreichende Freiheit bei der vertraglichen Ausgestaltung. Start-ups sind in der großen Mehrzahl als GmbHs strukturiert. Das GmbHG enthält keine spezifischen Vorgaben für Wandeldarlehen. In der Ausgestaltung der Regelungen des Wandeldarlehensvertrages sind die beteiligten Parteien somit weitgehend frei.

Typische Gestaltungsinstrumente im Wandeldarlehensvertrag sind beispielsweise der Discount, der Cap und der Floor:

### ► Discount

Wird – wie üblich – ein Discount vereinbart, erhält der darlehensgebende Investor einen (prozentuellen) Abschlag auf die der Finanzierungsrunde zugrundeliegenden Bewertung des Start-ups. Dies stellt für Investoren nicht selten einen Anreiz für die Gewährung eines Wandeldarlehens dar.

### ▶ **Cap**

Mit einem Cap kann die maximale Bewertung, auf deren Grundlage die Wandlung bei der nächsten Finanzierungsrunde erfolgt, festgelegt werden. Der Cap kommt zur Anwendung, wenn die Finanzierungsrunde auf einer höheren Bewertung durchgeführt wird, als die Bewertung, die als Cap vereinbart ist. Während der neue Investor auf der höheren Bewertung investiert, erfolgt die Wandlung auf Grundlage der als Cap vereinbarten Bewertung.

### ▶ **Floor**

Dagegen wird mit einem Floor eine Mindestbewertung für die Wandlung vereinbart. Der Floor kommt zur Anwendung, wenn die Finanzierungsrunde auf einer niedrigeren als der als Floor festgelegten Bewertung durchgeführt wird. Während der neue Investor auf der niedrigeren Bewertung investiert, erfolgt die Wandlung auf Grundlage der als Floor vereinbarten Bewertung. Der Floor ist daher aus Sicht der Gründer und der weiteren Gesellschafter ein sinnvolles Mittel, um eine unkalkulierbare Verwässerung zu vermeiden. Er wird allerdings eher selten gegenüber Investoren in den Verhandlungen durchgesetzt werden können, jedenfalls dann, wenn, wie derzeit, die Bewertungen krisenbedingt unter Druck geraten.

Mit den bekannten und marktüblichen Instrumenten von Discount und Cap lässt sich situationsgerecht und quasi „stufenlos“ auf besondere Risikoprofile eingehen. So können beispielsweise auch „bewegliche“ Discounts vereinbart werden, die mit zeitlicher Entfernung der Darlehensgewährung zu der nächsten Finanzierungsrunde immer weiter (bis zu einer bestimmten Höhe) anwachsen. Wir gehen dabei davon aus, dass aufgrund der aktuell bestehenden Bewertungsunsicherheiten die Discounts der Höhe nach eher ansteigen.

Bei der Vereinbarung eines Caps sollte jedoch bedacht werden, dass dieser unter Umständen auch die Bewertung der nächsten Finanzierungsrunde beeinflussen kann. Ein neuer Investor wird sich im Rahmen einer Due Diligence bestehende Wandeldarlehensverträge offenlegen lassen und eine Bewertung (weit) oberhalb eines Caps wird dann voraussichtlich umfangreich belegt werden müssen bzw. wird schwer durchsetzbar sein.

Im Rahmen der Vertragsfreiheit kann den Besonderheiten der gegenwärtigen Krisensituation und ihrer konkreten Auswirkung auf das zu finanzierende Start-up auch über die vorgenannten Elemente hinaus begegnet werden. So kann beispielsweise mit Milestones-Regelungen und der damit verbundenen Aufteilung der Darlehensgewährung auf mehrere Tranchen eine schrittweise Krisenbewältigung abgebildet werden. Die Tranchen können etwa an die Ergreifung bzw. Umsetzung von Maßnahmen zur Bewältigung der Auswirkungen der Corona-Krise gekoppelt werden.

## **Vermeidung von Insolvenz und außerordentlicher Kündigung**

Entscheidend ist zudem die Regelung eines qualifizierten Rangrücktritts im Wandeldarlehensvertrag. Dies war bereits vor Einsetzen der Corona-Krise ein Standard-Element. Wird die Darlehensforderung (nebst Zinsen) in dem Wandeldarlehensvertrag mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen, ist sie im Zusammenhang mit der Feststellung der rechnerischen Überschuldung im Überschuldungsstatus nicht zu passivieren, mit der Folge, dass keine rechnerische Überschuldung vorliegt und das Abrutschen des Start-ups in die Insolvenz vermieden werden kann. Die rechnerische Überschuldung ist neben dem Nicht-Vorliegen einer positiven Fortführungsprognose ein Element der insolvenzrechtlichen Überschuldungsprüfung. Informationen zur befristeten Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zum Schutz vor Gläubigerinsolvenzanträgen im Zuge der Corona-Krise finden Sie [hier](#).

Aus Sicht des Start-ups (als Darlehensnehmer) ist bei der Ausgestaltung des Wandeldarlehensvertrages zudem aktuell besondere Vorsicht bei der Formulierung der Kündigungsgründe geboten. Die insoweit mitunter verwandte Formulierung, dass eine außerordentliche Kündigung unberührt bleibt, reicht nicht aus. Gemäß § 490 Abs. 1 S. 1 BGB kann u.a. auch bei (drohender!) wesentlicher Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Schuldners außerordentlich gekündigt werden. Mit einer derartigen Verschlechterung werden viele Start-ups im derzeitigen Krisenumfeld jederzeit rechnen müssen, wobei dann die Gefahr einer kurzfristigen Fälligkeit des Darlehens bestünde. Die genannte Regelung ist allerdings dispositiv, so dass die

außerordentliche Kündigung im Wandeldarlehensvertrag aus Sicht des Start-ups für diesen Fall explizit ausgeschlossen werden sollte. Gleiches gilt auch für die Regelung in § 321 BGB (Unsicherheiteneinrede). Im Übrigen sollten alle zulässigen Kündigungsgründe im Wandeldarlehensvertrag möglichst konkret und eng definiert werden.

## Kombination mit Änderungen der Governance

Wandeldarlehen lassen sich auch mit Änderungen der Governance oder sonstigen (punktuellen) Eingriffen in die bestehenden Vertragswerke (insbesondere die Gesellschaftervereinbarung) kombinieren. Sie bieten sich daher als Finanzierungsinstrument selbst dann an, wenn krisenbedingt tiefergehende Eingriffe in die Gesellschafterstruktur oder die strategische Ausrichtung des Start-ups anstehen. Oft fordern die Investoren, die bereit sind, dem Start-up auch in der Krise noch finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen, einen signifikanten Kontrollzuwachs, beispielsweise durch einen zusätzlichen Sitz im Beirat oder weitere Vetorechte in Bezug auf gesellschaftsrechtliche oder Geschäftsführungs-Maßnahmen. Dies kann im Wandeldarlehensvertrag bzw. einer mit diesem verknüpften Gesellschaftervereinbarung abgebildet werden. Dadurch wächst allerdings auch wieder die Komplexität der vertraglichen Dokumentation. Standard-Produkte „von der Stange“ eignen sich hierfür sicher nicht.

## Geringer Aufwand und geringe Kosten

In der Krise brauchen viele Start-ups schnell Liquidität, um ihren finanziellen Handlungsspielraum zu erhalten. Ein Wandeldarlehensvertrag kann innerhalb weniger Tage ausverhandelt und umgesetzt werden, insbesondere wenn die darlehensgebenden Investoren bereits Gesellschafter des Start-ups sind.

Der Abschluss eines Wandeldarlehensvertrages ist grundsätzlich nicht an eine bestimmte Form gebunden. Eine Beurkundungspflicht besteht jedenfalls dann nicht, wenn bereits beteiligte Gesellschafter ein Wandeldarlehen gewähren.

Wird das Wandeldarlehen hingegen von einem externen Investor gewährt, wird in der Regel ein Beitritt zu der geltenden Gesellschaftervereinbarung vorgesehen, die u.a. aufgrund von Regelungen zu einem Drag Along ihrerseits nach § 15 Abs. 4 GmbHG formbedürftig ist und dazu führt, dass der Wandeldarlehensvertrag beurkundet werden müsste. Ein solcher Beitritt ist jedoch nicht erforderlich, wenn der darlehensgebende Investor bereits Gesellschafter des Start-ups und mithin Partei der Gesellschaftervereinbarung ist.

## Wandeldarlehen und das EUR 2 Mrd.-Maßnahmenpaket

Auch im Zusammenhang mit der Umsetzung des EUR 2 Mrd.-Maßnahmenpakets der Bundesregierung werden Wandeldarlehen, insbesondere aufgrund der Möglichkeit der Verschiebung der Bewertungsfrage, eine wesentliche Rolle spielen.

### ► Säule 1: Corona Matching Fazilität

Im Rahmen der Corona Matching Fazilität können europäische VC Fonds ihre Investments durch staatliche Mittel matchen lassen. Als mögliche Finanzierungsinstrumente kommen die klassische Eigenkapitalfinanzierung, der Abschluss von Wandeldarlehen oder die Gewährung von nachrangigen Gesellschafterdarlehen in Betracht. Die Ausgestaltung dieser Finanzierungsinstrumente obliegt dabei ausschließlich dem jeweiligen VC Fonds, der ggf. zusammen mit anderen Investoren, die Verhandlungen mit dem Start-up über die einzelnen Vertragsbedingungen führt (z.B. Wandlungs- und Rückzahlungsmodalitäten, Exit Szenarien etc.).

### ► Säule 2: Start-ups ohne Zugang zur Säule 1 und kleine Mittelständler

Seit dem 8. Juni 2020 stellt die KfW Bankengruppe zudem den Landesförderinstituten Globaldarlehen mit Haftungsfreistellungen zur Finanzierung von Start-ups ohne Zugang zur Säule 1 und kleinen Mittelständlern zur Verfügung. Mit diesen Mitteln können die Landesförderinstitute länderspezifische Förderprogramme refinanzieren. Je nach Programm kann es sich dabei um Mezzanine- oder Beteiligungsfinanzierungen handeln, z.B. Finanzierungen über offene oder stille Beteiligungen oder eben auch Wandeldarlehen.

Die konkrete Förderstruktur wird dabei voraussichtlich von Bundesland zu Bundesland variieren. Nähere Informationen sind hierzu nach wie vor nicht bekannt. Einige Landesförderinstitute unterstützen bereits jetzt Start-ups mit der Gewährung von Wandeldarlehen. Beispielsweise gewährt die NRW.BANK im Rahmen des Programms „NRW.Start-up akut“ Wandeldarlehen bis zu EUR 200.000,00.

## Fazit

So lange die Auswirkungen der Corona-Krise auf die Geschäftsmodelle der Start-ups nicht abschließend bewertet werden können, stellt das Wandeldarlehen unseres Erachtens ein sinnvolles und effizientes Finanzierungsinstrument dar. Es ist im Markt gut etabliert, kurzfristig und kostengünstig umsetzbar und bietet den Beteiligten flexible Gestaltungsmöglichkeiten zur Überwindung der Corona-Krise. Investoren werden jedoch auch vor der Gewährung von Wandeldarlehen kritisch prüfen, ob das Geschäftsmodell des zu finanzierenden Start-ups hinreichend valide und auch in einem durch die Corona-Krise unter Umständen nachhaltig veränderten Marktumfeld erfolgversprechend ist.

**Haben Sie Fragen? Kontaktieren Sie gerne:** [Ariane Neubauer](#) , [Anka Ehrich](#) oder [Felix Blobel](#)

**Practice Group:** [Private Equity](#)

A banner for the Corona Crisis Center. On the left, there is a graphic of several megaphones connected by a network of lines and dots, with some orange circles. On the right, the text reads: "Corona Crisis Center" in orange, followed by "Wir haben eine Task Force eingerichtet, die die Situation laufend im Hinblick auf die Auswirkungen für das Geschäft von Unternehmen analysiert." Below this is a dark blue button with white text that says ">> Zum Crisis Center".

**Corona Crisis Center**

Wir haben eine Task Force eingerichtet, die die Situation laufend im Hinblick auf die Auswirkungen für das Geschäft von Unternehmen analysiert.

[>> Zum Crisis Center](#)

## Contact Person



**Felix Blobel, LL.M.**

Mitglied der Practice Group Private Equity  
Mitglied der Practice Group Real Estate Investments  
Rechtsanwalt und Notar, Amtssitz Berlin

T +49 30 20942163