

RECHT UND KAPITALMARKT – IM INTERVIEW: ARIANE NEUBAUER UND ANKA EHRRICH

Wandelanleihen gewinnen für Start-ups an Bedeutung

Folge der Coronakrise – Bewertungsfrage wird zeitlich nach hinten verlagert

Börsen-Zeitung, 22.8.2020

- Frau Neubauer, Frau Ehrich, vielen Start-ups fehlen Rücklagen, um die Coronakrise zu überstehen. Welche Finanzierungsmöglichkeiten stehen ihnen aktuell offen?

Neubauer: Wenn sich Start-ups nicht mit eigenen Mitteln finanzieren können, versuchen sie Venture-Capital-Geber (VCs), Business Angels oder Family Offices als Investoren zu gewinnen. Diese beteiligen sich üblicherweise im Rahmen von Eigenkapitalfinanzierungsrunden auf Grundlage der aktuellen Bewertung der Start-ups. Deren Ermittlung ist per se schwierig und durch die Coronakrise noch komplexer geworden. Dies ist einer der Gründe, weshalb Wandelanleihen aktuell an Bedeutung zunehmen. Auch das von der Bundesregierung für Start-ups aufgesetzte 2-Mrd.-Euro-Hilfspaket eröffnet weitere Finanzierungsmöglichkeiten, bei denen Wandelanleihen eine wichtige Rolle spielen.

- Welche konkreten Vorteile bieten Wandelanleihen?

Ehrich: Die Möglichkeit der Verschiebung von Bewertungsfragen in die Zukunft ist der größte Vorteil. Die Bewertung eines Start-ups ermittelt sich auf der Grundlage verschiedener Faktoren, die Rückschlüsse auf das Potenzial des Start-ups, die Validität seines Geschäftsmodells und dessen Krisenresilienz zulassen. Naturgemäß liegen bei Start-ups keine belastbaren historischen Unternehmenskennziffern vor. Die Bewertung wird vielmehr häufig zur Verhandlungssache zwischen Investoren und Gründern. Weitere Vorteile sind, dass Wandelanleihen schnell und kostengünstig

umgesetzt werden können und bei der Ausgestaltung weitgehende vertragliche Flexibilität ermöglichen.

- Wie wird die Bewertungsproblematik gelöst?

Neubauer: Bei einem Wandelanleihen wird die Bewertungsfrage zeitlich nach hinten verlagert, indem vereinbart wird, dass die Rückzahlungsforderung des darlehensgebenden Investors erst im Zuge der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde gewandelt wird. Dabei erfolgt die Wandlung auf Grundlage der zu diesem Zeitpunkt geltenden Bewertung.

- Was sollte bei der Vertragsgestaltung berücksichtigt werden?

Ehrich: Es sollte bedacht werden, dass im Zeitpunkt des Vertragschlusses schwer abzusehen ist, auf welcher Bewertung die Wandlung später erfolgt. Um eine zu starke Verwässerung der Gründer zu verhindern, kann etwa eine Mindestbewertung für die Wandlung (Floor) vereinbart werden. Die Investoren haben andererseits ein Interesse an der Sicherung ihres Investments und an einem Ausgleich für ihr Investitionsrisiko, weshalb sie sich häufig einen Abschlag auf die Bewertung bei der Wandlung (Discount) einräumen lassen und die Vereinbarung einer Höchstbewertung (Cap) fordern. Gerade bei Finanzierungen während der Coronakrise bietet sich ferner die Vereinbarung eines Darlehens mit mehreren Tranchen an, deren Auszahlung an verschiedene Meilensteine geknüpft wird. Auf diese Weise lassen sich auch die von dem Start-up zu ergreifenden Maßnahmen der Krisenbewältigung im Wandelanlehensvertrag reflektieren. Zudem sollten vor allem aus Sicht

des Start-ups alle zulässigen Kündigungsgründe im Wandelanlehensvertrag konkret definiert werden, um eine vorzeitige Fälligkeit zu verhindern. Im Übrigen ist ein qualifizierter Rangrücktritt vorzusehen.

- Können Wandelanleihen mit Mitteln aus dem Start-up-Hilfspaket der Bundesregierung kombiniert werden?

Neubauer: Im Rahmen der Corona-Matching-Fazilität, der Säule 1 des Hilfspakets, stehen Wandelanleihen als matchingfähiges Finanzierungsinstrument zur Verfügung. Wenn akkreditierte VC-Fonds Start-ups im Wege eines Wandelanlehens finanzieren, können diese Mittel mit staatlichen Geldern in einem bestimmten Matchingverhältnis gespiegelt werden. Im Rahmen der Säule 2 variiert die Förderstruktur zwischen den einzelnen Bundesländern, Wandelanleihen spielen dabei in den meisten Bundesländern eine wesentliche Rolle, sind zum Teil sogar als einziges Finanzierungsinstrument vorgesehen.

- Müssen Gründer fürchten, die Kontrolle zu verlieren?

Ehrich: Im Zeitpunkt der Wandlung tritt bei den Gründern eine Verwässerung ihrer Beteiligung ein. Die Gründer haben jedoch die Möglichkeit, bis zur nächsten Finanzierungsrunde durch eine positive Geschäftsentwicklung auf eine hohe Bewertung hinzuarbeiten und damit ihre eigene Verwässerung zu begrenzen.

.....
Ariane Neubauer und Anka Ehrich sind Associated Partner im Berliner Büro von Noerr. Die Fragen stellte Helmut Kipp.