

Mit Vorsicht zu genießen: Wandeldarlehen für Erstbeteiligungen an Startups

Ein „Wandeldarlehen“ ist ein typischerweise nicht besichertes Darlehen von Investoren an ein Unternehmen. Eine Rückzahlung ist nicht intendiert, die Parteien planen die Wandlung des Darlehens und der aufgelaufenen Zinsen in Geschäftsanteile des Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt.

Im Startup-Umfeld sind Wandeldarlehen weit verbreitet¹. Drängt die Zeit, z.B. bei einer Brückenfinanzierung durch Bestandsinvestoren, erfolgt die Umsetzung und Bereitstellung der Liquidität schneller als bei einer Kapitalerhöhung. Denn das Vertragswerk ist weniger komplex, auf eine notarielle Beurkundung wird zumeist verzichtet und das Warten auf den Handelsregistereintrag entfällt.

In meiner Arbeit als Angel Investor erlebe ich es immer wieder, dass Gründer ihre erste externe Finanzierung in Form eines Wandeldarlehens durchführen wollen, statt ihre Investoren im Rahmen einer Kapitalerhöhung direkt als Gesellschafter an Bord zu holen. Begründet wird dies regelmäßig damit, dass in der Frühphase eines Unternehmens eine faktenbasierte Unternehmensbewertung nicht möglich sei. Ebenso wird auf die geringere Komplexität und den Geschwindigkeitsvorteil verwiesen. Auf Investorenmenseite wird dieses Ansinnen verblüffend oft akzeptiert – vielleicht weil „schnell“ und „einfach“ positiv besetzte Begriffe und bester Startup-Style sind. Doch die Praxis zeigt immer wieder, dass (Erst-)Beteiligungen in Form eines Wandeldarlehens eine Reihe von Nachteilen mit sich bringen. Diese entstehen nicht nur für die neuen Investoren, sondern auch für das Unternehmen und seine bestehenden Gesellschafter, also alle Beteiligten.

Wandeldarlehen sind Prokrastination

An einer Unternehmensbewertung führt auch in der Frühphase kein Weg vorbei

Am Anfang einer Unternehmung stehen Ideen, Hypothesen, Hoffnungen. Patente und Algorithmen sind noch nicht erteilt/umgesetzt, das Personaltableau hat Lücken, eine Verifikation der Geschäftsidee durch zahlende Kunden, der sogenannte „Product-Market-Fit“, ist noch nicht erfolgt. De facto ist das Risiko des Scheiterns in dieser frühen Phase sehr hoch².

Startup-Investoren benötigen daher eine angemessene Risikoprämie für das besonders hohe Ausfallrisiko, welches sie in dieser sehr frühen Phase eingehen³. Diese lässt sich nicht mit

¹ Beispielsweise gibt es mit dem „Standardvertragswerk Wandeldarlehen“ des [German Standards Setting Institute](#) seit 2018 eine zwischen den deutschen Verbänden der [Startups](#) und der [Business Angels](#) abgestimmte Vorlage für Wandeldarlehen. Diese ist mittlerweile erfolgreich im Markt akzeptiert und etabliert.

² Siehe z.B. <https://stryber.com/insights/truth-about-startup-failure>.

³ Anders formuliert: Besteht die Wahl, bei einem Prä-Umsatz-Startup jetzt ein Wandeldarlehen zu üblichen Konditionen (z.B. 20% Discount und 5% Zinsen p.a.) zu zeichnen oder erst nach Markteintritt in zwölf Monaten im Rahmen der eigentlichen Kapitalerhöhung in die Gesellschaft einzutreten – dann ist letzteres für den Investor wahrscheinlich sinnvoller. Denn in diesen zwölf Monaten wird sich das Ausfallrisiko so weit reduzieren, dass ein um 25% höheren Anteilspreis mehr als akzeptabel ist.

üblichen bzw. steuerlich möglichen Darlehenszinsen und einem „Discount“ allein abgelten⁴. Daher wird bei einem Wandeldarlehen zusätzlich ein Maximalpreis für die später im Rahmen der Wandlung zu übernehmenden Anteile vereinbart. Dieser sogenannte „Cap“ ist de facto eine erste Unternehmensbewertung, die zwischen den Bestandsgesellschaftern und den Wandeldarlehensgebern verhandelt wird.

Das Argument, man spare sich eine Unternehmensbewertung, greift daher nicht.

Mythos „schnell“ und „einfach“

Die Beteiligungsdokumentation einer regulären Finanzierungsrunde⁵ ist in der Tat umfangreicher als die eines typischen Wandeldarlehens. Vordergründig ist ein Wandeldarlehen daher weniger komplex und schneller zu verabschieden. Aber: De facto werden die Beteiligungsverhandlungen lediglich in die Zukunft verlagert. Früher oder später kommt es doch zur eigentlichen Finanzierungsrunde.

Daher bedeutet ein Wandeldarlehen Mehraufwand: Es muss jetzt vertraglich umgesetzt werden, der Aufwand für einen echten Beteiligungsvertrag und die Kapitalerhöhung kommt später hinzu – sowohl zeitlich als auch monetär.

Es gleich „richtig“ zu machen, spart in Summe Zeit und Geld, ist also nachhaltiger.

Wandeldarlehen gefährden optimierte Finanzierungsabfolgen

Eingeschränkte Handlungsfreiheit

Da Wandeldarlehen die Rahmenbedingungen einer zukünftigen Finanzierungsrunde teilweise vorwegnehmen, unter anderem durch eine maximale Laufzeit bis zur „Zwangswandlung“ und die dazu gehörige Bewertung, sind die Gestaltungsspielräume für Folgefinanzierungen eingeschränkt. Es ist nicht mehr möglich, eine Finanzierungsrunde optimal in Abhängigkeit von erzielten Erfolgen im Zuge des Unternehmensaufbaus, dem Liquiditätsbedarf und der Marktlage zu terminieren. Zwei konkrete Beispiele aus der Praxis:

- Um die Zwangswandlung zu einer mittlerweile deutlich zu niedrigen Unternehmensbewertung zu vermeiden, müssen die Bestandsgesellschafter vorzeitig eine „qualifizierte Finanzierungsrunde“ durchführen, um dadurch vertragsgemäß eine höhere Bewertung zu erreichen. Aufgrund des starken Wachstums und vorhandener Liquidität hätte die erzielte Bewertung binnen weniger Monate, d.h. nach Laufzeitende, noch deutlich höher sein können.
- Startup und Marktumfeld entwickeln sich besser als zum Zeitpunkt des Abschlusses des Wandeldarlehens erwartet. Der vereinbarte Cap setzt jedoch unerwünschtes Bewertungssignal „nach unten“, von dem sich potentielle Neuinvestoren beeinflussen lassen.

⁴ Das Startup gewährt einen Rabatt („Discount“) auf den später vereinbarten Anteilspreis und zahlt Zinsen. Damit will es den Investor motivieren, schon früh via Wandeldarlehen einzusteigen, statt bis zur eigentlichen Finanzierungsrunde zu warten. Aus steuerlichen Gründen (Ist Marktüblichkeit gegeben, halten die Konditionen einem Fremdvergleich stand?) und zur Kompatibilität mit dem [INVEST](#)-Programm des Bundesamts für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle ist der Discount auf 30% beschränkt. Zudem dürfen die Zinsen maximal 10% p.a. betragen. In der Frühphase sind Bewertungssteigerungen von mehr als 100% p.a. allerdings nicht ungewöhnlich – es ist also der Normalfall, dass derart gedeckelte Konditionen des Wandeldarlehens aus Investorenperspektive unattraktiv sind.

⁵ Das [German Standards Setting Institute](#) hat 2020 eine zwischen den Verbänden der [Startups](#) und der [Business Angels](#) abgestimmte [Vorlage für die Finanzierungsrundendokumentation](#) entwickelt und veröffentlicht. Diese ist mittlerweile erfolgreich im Markt akzeptiert und etabliert, nicht zuletzt da sie stark aufwands- und kostenminimierend wirkt.

Wandeldarlehen führen immer wieder zu Folgefinanzierungen, die ex post nicht optimal im Sinne der Gesellschaft und damit der Bestandsgesellschafter sind.

Interessenskonflikte

Ein Gesellschafter sollte intrinsisch motiviert sein, das Unternehmen wertsteigernd zu unterstützen. Bei aktiven Business Angels ist dies ein zentrales Element ihres Selbstverständnisses; die Bezeichnung als „Engel“ rührt von den zwei „Flügeln“, die sie einbringen: Neben Kapital unterstützen sie durch Rat, Know-How und Netzwerken. Dieser Beitrag ist gerade in der Frühphase nicht zu unterschätzen und kann mehr wert sein als die monetäre Einlage.

Nun ergibt sich ein latenter Interessenskonflikt: Bringt sich der Darlehensgeber vor der Wandlung wertsteigernd ein, in dem er z.B. einen großen Neukunden vermittelt oder das Gründer-team beim Aufbau von Unternehmensprozessen berät, arbeitet er gegen sein verständliches Interesse, einen möglichst großen Anteil am Startup zu erhalten. Schließlich bekommt er bei der Wandlung seines Darlehens mehr Anteile, wenn die Unternehmensbewertung geringer ist. Erst wenn der „Cap“ überschritten ist, löst sich dieser Konflikt.

Vor Wandlung leisten Darlehensgeber möglicherweise nicht den Wertbeitrag, den sie als vollwertige Gesellschafter erbrächten.

Bahnt sich die Wandlung im Rahmen einer Finanzierungsrunde an, fallen die Interessen der Bestandsgesellschafter und Wandeldarlehensgeber zeitweise (wieder) auseinander, wie z.B. bei den bereits erwähnten Punkten Vesting, Liquidationspräferenz, zustimmungspflichtige Geschäfte und eben der Unternehmensbewertung. Im Zweifelsfall fehlt den in Finanzierungsthemen noch unerfahrenen Gründern nun die Unterstützung ihrer Business Angels als erfahrene, starke Partner und Coaches.

Gleichfalls kann die Situation für die Wandeldarlehensgeber suboptimal sein, z.B. wenn Gründer und ein neuer Lead-Investor an ihnen vorbei verhandeln, ohne dass die Wandeldarlehensgeber in ihrem und der Gesellschaft Sinne positiv auf die Verhandlungen einwirken können.

Unterschiedlich Interessen von Bestandsgesellschaftern und Wandeldarlehensgebern gefährden eine optimale Verhandlung der Konditionen einer Finanzierungsrunde, gerade wenn die Verhandlungen von in diesem Kontext noch unerfahrenen Gründern geführt werden.

Wandeldarlehen sind für Investoren unattraktiver

Wandeldarlehensgeber sind Investoren zweiter Klasse

Ein seriöser Investor sichert sich im Falle einer Beteiligung, zusätzlich zu den sich aus dem Gesellschafterstatus ergebenden Rechten, eine Reihe von Privilegien zum Schutz des von ihm eingesetzten Kapitals, wie beispielsweise einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte, Vorkaufs- oder Mitverkaufsrechte.

Bei einem Wandeldarlehen ist das überwiegend nicht der Fall, denn – siehe oben – es soll ja schnell und unkompliziert gehen. Mithin ist der Darlehensgeber bis zur Wandlung auf die Kooperation und den Goodwill der Bestandsgesellschafter angewiesen. Im Zuge der Verhandlung der eigentlichen Finanzierungsrunde hat der Darlehensgeber dann die schwächere Verhandlungsposition, denn die Option eines Verhandlungsabbruchs hat er im Regelfall nicht.

Ein Darlehensgeber ist zunächst ein Investor zweiter Klasse. Viele erfahrene Angel Investoren akzeptieren dies prinzipiell nicht. So schränkt sich das Startup selbst ein, da es den Kreis der potentiellen Geldgeber reduziert, insbesondere aus dem Kreis der hochwertigen Investoren.

Auch aus diesem Grund müssen die Bestandsgesellschafter davon ausgehen, dass ein Bewertungsabschlag erfolgt und/oder eine geringere Summe in das Unternehmen fließt.

„Less bang for the buck“

Die schwächere Position des Wandeldarlehensgebers hat auch finanzielle Konsequenzen, so eine Studie des Mannheimer ZEW⁶: „Während bei einer Beteiligungsfinanzierung im Jahr der Gründung im Durchschnitt 4,5% der Anteile an Investor*innen ausgeschüttet werden, sind dies bei Wandeldarlehen (die später gewandelt werden) lediglich 2%.“ Erst drei Jahre nach Gründung schließe sich diese Bewertungslücke.

Kapitalerhöhung statt Wandeldarlehen – ein potentieller Renditekicker für Investoren.

Wandeldarlehen sind kein Eigenkapital

Darlehen sind Fremdkapital. Zwar vermeidet ein qualifizierter Rangrücktritt eine Überschuldung, in der Unternehmensbilanz taucht jedoch früher oder später die immer wieder erklärungsbedürftige Position „nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag“ auf.

Zudem fallen bei Darlehen, im Gegensatz zu Eigenkapital, Zinsen an. Bei zeitnaher Wandlung ist die resultierende zusätzliche Verwässerung vernachlässigbar. Doch bei intensiver Nutzung des Instruments Wandeldarlehen kommen durchaus ein paar Prozent zusätzliche Verwässerung zusammen, für die im Gegenzug keine Liquidität geflossen ist.

Sind die beiden obengenannten Aspekte nur „unschön“, kann der nicht-finale Status des Darlehens an anderer Stelle gravierendere Auswirkungen haben. So sind mir z.B. Fälle bekannt, bei denen Bedingungen des Wandeldarlehens nachverhandelt wurden (z.B. Anpassung des Caps) oder versucht wurde, statt Wandlung eine Rückzahlung zu erzwingen⁷. Noch schwerwiegender sind juristische Auseinandersetzungen, bei denen aufgrund nicht erfolgter Beurkundung/Beglaubigung des Wandeldarlehens den Geschäftsführern Insolvenzverschleppung vorgeworfen wird. Spätestens seit einem entsprechenden Urteil des OLG Zweibrücken⁸ ist die übliche Praxis, Wandeldarlehen kosten- und aufwandsschonend ohne Besuch beim Notar zu schließen, zu hinterfragen.

Juristen empfehlen daher zur Vermeidung von Haftungsrisiken und Anfechtungen regelmäßig, Wandeldarlehen mit gesellschaftsfremden Dritten zu beurkunden⁹.

Erst nach Wandlung sind Wandeldarlehen rechtssicher und zu finalen Konditionen in Eigenkapital gewandelt. Die angeratene Beurkundungspflicht konterkariert das Ziel, schnell und günstig Kapital aufzunehmen.

⁶ ZEW - Leibniz - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung/Technopolis Deutschland GmbH: Ex - ante Analyse zum Förderprogramm „INVEST - Zuschuss für Wagniskapital“, Seite 148f, 07.2022, [online] https://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/ZEW_INVEST-Studie2022.pdf (abgerufen am 20.06.2024).

⁷ Stichtenoth, Olaf: Es gibt sie immer wieder: Gestern noch Business Angel, heute straight aus der Hölle!, 24.03.2023, [online] https://www.linkedin.com/posts/olafstichtenoth_es-gibt-sie-immer-wieder-gestern-noch-activity-7044975383347101697-ogAI/ (abgerufen am 24.06.2024).

⁸ OLG Zweibrücken, Urteil vom 17. Mai 2022, Az. 8 U 30/19

⁹ Siehe z.B. Weber, Alexander, LL.M./Roman Ettl-Steger LL.M.: Das Wandeldarlehen – alles neu macht(e) der Mai?, 26.04.2023, [online] <https://www.heuking.de/de/news-events/newsletter-fachbeitraege/artikel/das-wandeldarlehen-alles-neu-machte-der-mai.html> (abgerufen am 22.06.2024)., oder Ortmann, Stefanie, LL.M./Stephan Dittrich: Formerfordernisse bei Wandeldarlehen, 22.03.2023, [online] <https://www.twobirds.com/de/insights/2023/germany/formerfordernisse-bei-wandeldarlehen> (abgerufen am 22.06.2024).

Sinnvolle Anwendungsfälle von Wandeldarlehen

Gibt es denn nun gar keine Szenarien, bei denen ein Wandeldarlehen sinnvoll sein kann? Doch, es gibt sie. Und zwar dann, wenn die oben beschriebenen Nachteile nicht relevant bzw. vernachlässigbar sind. Beispiele aus der Praxis:

- Der Geldgeber wird sich jenseits seines finanziellen Beitrags nicht weiter in die Entwicklung des Startups einbringen. Dies ist z.B. bei einigen öffentlichen Förderprogrammen und -banken der Fall. Gleiches gilt für Investoren, die eine „spray and pray“-Strategie verfolgen.
- Das Startup hat die als Voraussetzung für eine kraftvolle nächste Finanzierungsrunde gesteckten Ziele noch nicht erreicht. Oder: Externe Einflüsse wie eine Pandemie oder ein Krieg beeinflussen das Finanzierungsumfeld negativ. In beiden Fällen glauben die Bestandsinvestoren jedoch weiterhin an den langfristigen Erfolg. Hier bietet sich eine interne Brückenfinanzierung via Wandeldarlehen durch Bestandsgesellschafter an. Schließlich haben diese bereits den Gesellschafterstatus und die damit verbundenen Rechte, Privilegien und Motivation. Ein positiver Nebeneffekt: Durch das Instrument Wandeldarlehen wird eine (potentiell zu niedrige) Bewertungsvorgabe für zukünftige Runden vermieden.
- Die Vorbereitung einer Finanzierungsrunde ist bereits weit gediehen, es bestehen „soft commitments“ für einen Großteil der geplanten Kapitalerhöhung. Mittels kurzlaufenden Wandeldarlehen kann das Startup – gerade in einem kompetitiven Umfeld – in die Lage versetzt werden, bereits „loszulegen“, bevor die eigentliche Finanzierungsrunde abgeschlossen ist.

In diesem Szenario können Startups mittels Discount/Zinsen ggf. ein attraktives Angebot für Frühzeichner abbilden¹⁰. Zugleich sichern sich die Investoren durch den Verzicht auf die Zwangswandlung und lediglich einer Teilzahlung ihrer Investition eine akzeptable Verhandlungsposition in der eigentlichen Finanzierungsrunde.

- Das Startup hat bereits eine „richtige“ Finanzierungsrunde durchgeführt. In Folge stößt es auf einen Investor, der eine hochwertige bzw. strategisch sinnvolle Ergänzung des Gesellschafterkreises wäre, z.B. ein Business Angel mit tiefgehenden inhaltlichen Kompetenzen im Geschäftsbereich des Startups. Diese Expertise soll so schnell wie möglich an Bord geholt werden.

Statt einer kleinen Kapitalerhöhung kann hier ein Wandeldarlehen eingegangen werden, bei dem Cap und Mindestbewertung („Floor“) vereinbart werden, die sehr nah an der Bewertung der letzten Finanzierungsrunde liegen. Da es bereits Co-Investoren als Gesellschafter gibt, kann der Business Angel – entsprechendes Vertrauen vorausgesetzt – darauf bauen, dass diese auch seine Interessen sinnvoll vertreten werden. Da es sich um ein einzelnes Wandeldarlehen handelt, dessen Konditionen zudem nah an der letzten Finanzierungsrunde liegen, ist der Impact der obengenannten Nachteile eines Wandeldarlehens gering.

¹⁰ Man beachte die einschränkende Formulierung „soft commitments“ und „können [...] ggf. abbilden“. Auch bei Finanzierungsrunden gilt: „Unterschrieben ist erst, wenn unterschrieben ist.“ Sich als Investor lediglich auf die (überoptimistische) Einschätzung eines Gründers zu verlassen, kann fahrlässig sein.

Fazit

Wandeldarlehen sind keine Alternative zu einer „richtigen“ Kapitalerhöhung, um Erstinvestoren an Bord zu holen. Sie bergen die Gefahr suboptimaler Konditionen für alle Seiten, schränken die Handlungsfreiheit im Rahmen der weiteren Unternehmensfinanzierung ein und generieren Interessenskonflikte. Eine Restunsicherheit, dass die Wandlung wie ursprünglich geplant erfolgt, verbleibt. Geschäftsführer setzen sich der Gefahr der persönlichen Haftung aus, sofern beim Abschluss des Wandeldarlehens kein Notar involviert wurde.

Ganzheitlich betrachtet sind Wandeldarlehen ein Fall von Prokrastination und weder „schnell“ noch „einfach“ noch „günstig“.

Ein Wandeldarlehen kann jedoch zu einem späteren Zeitpunkt ein geeignetes Finanzierungsinstrument sein, etwa für eine Brückenfinanzierung durch Bestandsinvestoren.

Die Standarddokumente „Finanzierungsrunde“ des German Standards Setting Institute ermöglichen eine effiziente und kostengünstige Beteiligung von Investoren durch eine unmittelbare Kapitalbeteiligung. Das Startup reduziert Haftungs- und Umsetzungsrisiken. Es profitiert von einem größeren Kreis interessierter Investoren, die es zudem im Laufe der Beteiligungsverhandlungen intensiv prüfen und kennenlernen kann. Investoren können eine angemessene Unternehmensbewertung erzielen und Gesellschafterrechte gemäß Marktstandard sichern.