

Geschäftsführender Herausgeber:

Dr. Wolfgang Weitnauer, Rechtsanwalt in München

Herausgegeben von:

Professor Dr. Wulf Goette, Vorsitzender Richter am BGH a. D.

Professor Dr. Mathias Habersack, LMU München

Dr. Hildegard Ziemons, Rechtsanwältin beim BGH, Karlsruhe

Equity Bridge statt Wandeldarlehen: Das Konzept eines „Simple Agreement for Future Shares“

Dr. Wolfgang Weitnauer M. C. L., WIPIT Partnerschaft mbB Rechtsanwälte Steuerberater, München

Als Überbrückungsfinanzierung vor einer Finanzierungsrunde haben sich in Deutschland Wandeldarlehen eingebürgert, die auf Grundlage einfacher Standardverträge dem Unternehmen erforderliche Liquidität zur Verfügung stellen, ohne dass es einer häufig schwierigeren Verständigung über die Bewertung des Unternehmens bedarf. Auf Grund ihres Fremdkapitalcharakters bringen aber Wandeldarlehen gerade für Start-Ups erhebliche Nachteile mit sich. Daher stellt sich die Frage, weshalb die benötigte Liquidität nicht übergangsweise bis zur Übernahme einer entsprechenden Anzahl von Geschäftsanteilen oder Aktien in Form von Eigenkapital zugeführt wird.

I. Die herkömmliche Finanzierung über Wandeldarlehen

1. Allgemeines

a.) „SAFE“ als Leitbild einer Brückenfinanzierung

Als Vorbild für eine einfache, leicht verständliche Regelung einer Übergangsfinanzierung mit geringem Beratungsbedarf und geringen Transaktionskosten dient das von Y Combinator, einem Frühphaseninvestor in Mountain View, Kalifornien, entwickelte „Simple Agreement for future Equity“ („SAFE“). Auf dieser Basis wird den Start-Ups in den USA zunächst ohne gesellschaftsrechtliche Beteiligung, also ohne Übernahme von Anteilen, ein zinsloser „Loan“ mit Wandlungsmechanismus auf unbestimmte Dauer und unverzinst zur Verfügung gestellt. Im Hinblick darauf, dass SAFEs automatisch in einer nachfolgenden Eigenkapitalfinanzierung unabhängig von der Höhe des aufgenommenen Eigenkapitals in Anteile wandeln und ihre Rückzahlung grds. ausgeschlossen ist (siehe das Muster unter <https://www.ycombinator.com/documents>), wird dem hierüber zugeführten Kapital kein Fremdkapitalcharakter beigemessen (Thomas Michael in Weitnauer, International Venture Capital Terms, 2022 Part. 2 Abschn. O Rn. 25).

Dem Ziel der Standardisierung dienen in Deutschland die vom Startup-Verband und Business Angels Deutsch-

land e. V. (BAND) zum kostenlosen Download unter GESSI (German Standards Setting Institute) bereitgestellten Muster. Die Muster für Wandeldarlehen sind bereits etwa 77.000 Mal heruntergeladen worden. Sie bestehen aus drei Dokumenten, einem Darlehensvertragsmuster, einem Muster für eine Wandlungsverpflichtung, deren Partei auch alle Gesellschafter sind und die die Modalitäten der Wandlung, also der Ausgabe neuer Anteile gegen Einbringung der Darlehensforderungen, regelt, und schließlich einem dem Abschluss des Wandeldarlehensvertrags zustimmenden Gesellschafterbeschluss. Dabei geht das Dokument Wandlungsverpflichtung von einer Pflicht (und nicht nur einem Recht) der Darlehensgeber zur Wandlung aus und wird eine Beurkundung empfohlen. Ein einheitliches vereinfachtes Muster für einen Wandeldarlehensvertrag findet sich im Anhang IV von Weitnauer Handbuch Venture Capital 7. Aufl. 2022.

b.) Fremdkapitalcharakter auch nachrangiger Wandeldarlehen

Anders als das „SAFE“ erlaubt die übliche Nachrangigkeit von Wandeldarlehen oder generell Mezzanine-Finanzierungsmitteln nicht eine handelsbilanzielle Behandlung als Eigenkapital. Handelsbilanziell verbleibt es beim Fremdkapitalcharakter der mit einem Nachrang, sei es einfach oder qualifiziert, versehenen Verbindlichkeit. Dies hat etwa Bedeutung für die Frage, ob durch eine Einziehung oder den Erwerb der Geschäftsanteile in das Stammkapital einer GmbH eingegriffen wird, §§ 34 III, 33 II, 30 I GmbHG (etwa Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022 Teil E Rn. 290, 301). Denn Nachrangkapital mag wirtschaftlich wie Eigenkapital behandelt werden, bleibt aber eine Verbindlichkeit. Steuerlich gilt nichts anderes. Hier ist nur zu beachten, dass nach § 5 II a EStG eine Verbindlichkeit nicht angesetzt werden darf (mit der Folge einer Ertragswirkung auf Ebene der Gesellschaft), wenn sie nur aus künftigen Einnahmen oder Gewinnen zu erfüllen sind. Um diese steuerliche Folge zu vermeiden,

muss daher die Rückzahlbarkeit bei Vereinbarung eines Rangrücktritts auch aus sonstigem freiem Vermögen vorgesehen werden (BMF-Schreiben vom 8.9.2006 BStBl. I 2006, 497 Tz. 6).

c.) INVEST-Förderfähigkeit

Wandeldarlehen sind trotz ihres Fremdkapitalcharakters wie Eigenkapitalinvestments im Rahmen des INVEST-Zuschusses für Wagniskapital bezuschungsfähig, wenn die spätere Wandlung des Darlehens in Anteile an dem Unternehmen bereits im Darlehensvertrag vorgesehen ist sowie die Wandlung innerhalb von 24 Monaten nach Ausstellung des Bewilligungsbescheids durch das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA) vorgenommen und dem BAFA innerhalb dieses Zeitraums nachgewiesen wird. Dabei wird der Erwerbzuschuss auf den gewandelten Betrag erst nach der Wandlung ausbezahlt und beginnt die Mindesthaltedauer für die hierdurch übernommenen Anteile von 3 Jahren erst mit der Wandlung. Diese darf nicht an Meilensteinvereinbarungen geknüpft sein, weshalb die Einbringung der Forderungen aus dem Wandeldarlehen als Bestandteil der Wandlung in einem einzigen Schritt erfolgen muss. Selbst wenn daher in einer Finanzierungsrunde Zuzahlungen meilensteinabhängig gestaffelt vorgesehen werden, müssen die Darlehensforderungen insgesamt mit der ersten Tranche (idR Eintragung der Kapitalerhöhung und Satzungsänderung im Handelsregister) eingebracht werden. Dem gegenüber kann die Auszahlung des Darlehens sehr wohl an Meilensteine gekoppelt werden.

d.) Ausgestaltungselemente

aa.) Nachrang

Üblicherweise werden Wandeldarlehen mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen. Dies bedeutet, dass die Forderungen aus dem Wandeldarlehen im Rang noch hinter die Nachrangforderungen gem. § 39 I 1 Nrn. 1 – 5 InsO zurücktreten und dies auch für die Zeit vor Insolvenzeröffnung. Dies verhindert eine potenzielle Überschuldung, da die Rückzahlungsverpflichtungen dann nicht als Verbindlichkeiten in der Überschuldungsbilanz zu passivieren sind, § 19 II 2 InsO. Nachrangklauseln haben überdies das Transparenzgebot von § 307 I 2 BGB zu beachten, da vorformulierte Darlehensverträge der AGB-Kontrolle unterliegen; auch wenn Wandeldarlehen auf den Erwerb einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung abzielen, gilt die Ausnahme des Gesellschaftsrechts von der AGB-Kontrolle gem. § 310 IV 1 BGB nicht.

bb.) Wandlungsrecht und Wandlungspflicht

Da Wandeldarlehen nur auf die vorübergehende Finanzierung der Gesellschaft angelegt sind, eigentliches Ziel aber die weitere Beteiligung als Gesellschafter ist, bedarf es der Absicherung des entsprechenden Rechts zur Übernahme von Anteilen gegen Einbringung der Darlehensforderungen (Valuta und Zinsen) durch eine Stimmbindungsvereinbarung der Gesellschafter, in der diese sich zur entsprechenden Zulassung des Wandeldarlehensgebers verpflichten. Dies kann entweder im

Rahmen des Darlehensvertrags geschehen, zu dessen Parteien auch die Gesellschafter werden, oder in einer gesonderten Vereinbarung (so die GESSI-Struktur). Besteht bereits genehmigtes Kapital gem. § 55a GmbHG, durch das die Geschäftsführung zur Ausgabe von Geschäftsanteilen an den Wandeldarlehensgeber ermächtigt ist, entfällt das Erfordernis einer Stimmbindungsvereinbarung mit den Gesellschaftern für die Fassung eines entsprechenden Kapitalerhöhungsbeschlusses.

Das Wandlungsrecht bezieht sich üblicherweise auf die nächste Finanzierungsrunde und/oder einen Exit. Für den Fall der Wandlung in einer Finanzierungsrunde hat sich der Investor zum Beitritt zu einer dann abzuschließenden Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung zu verpflichten, erhält dann aber auch gleiche Vorzugsrechte wie die Investoren der Finanzierungsrunde. Außer dem bloßen Wandlungsrecht kann auch eine Wandlungspflicht des Investors vereinbart werden, häufig im Fall einer sog. „qualifizierten“ Finanzierungsrunde, die sich dadurch auszeichnet, dass ein bestimmtes Mindestinvestment von dritten, noch nicht beteiligten Investoren geleistet wird. Diese Vorgabe soll sicherstellen, dass der Darlehensgeber nicht zu einer Wandlung zu für ihn ungünstigen Konditionen, etwa durch eine überhöhte Bewertung bei einer internen Finanzierungsrunde, gezwungen wird. Häufig wird auch statt einer Rückzahlung zum Endfälligkeitstermin eine zwingende Wandlung vorgesehen, wenn es bis zum Endfälligkeitstag nicht zu einer Wandlung in einer Finanzierungsrunde gekommen ist oder das Darlehen aus wichtigem oder außerordentlichem Grund gekündigt wurde. Dabei wird die Bewertung hierfür meist offengehalten und in den wenigsten Fällen vorab festgelegt.

cc.) Konditionen der Wandlung

Der Wandlung im Rahmen einer Finanzierungsrunde wird die pre money-Bewertung der Gesellschaft bei dieser Finanzierungsrunde zugrundegelegt, im Fall eines Exits (also eines gemeinsamen Unternehmensverkaufs) der dem Verkauf zugrunde gelegte Wert des verkauften Unternehmens (Enterprise Value). Dabei kann zugunsten des Investors auch ein prozentualer Abschlag auf die pre money-Bewertung als Ausgleich für das höhere Investmentrisiko vorgesehen werden (Discount). Ebenso ist die Vereinbarung einer Bewertungsobergrenze denkbar (Cap), die dem Darlehensgeber bei Wandlung eine angemessene Beteiligungsquote bei sehr hohen Bewertungen in der Folgefinanzierungsrunde zusichern soll. Die Formel für die Berechnung der zum Nennwert zu gewährenden Geschäftsanteile (zur Vermeidung einer Sacheinlage wird üblicherweise eine Barkapitalerhöhung zum Nennwert vorgesehen) sieht so aus, dass das vor der Durchführung der Kapitalerhöhung eingetragene Stammkapital multipliziert wird mit dem Quotienten aus Darlehensforderungen (inkl. Zinsen) geteilt durch die der Finanzierungsrunde zugrunde gelegte pre money-Unternehmensbewertung (ggf. modifiziert durch Discount und Cap). Zum weiteren Schutz des Wandeldarlehensgebers kann geregelt werden, dass auch ihm bessere Rechte zustehen sollen, die die Gesellschaft späteren Wandeldarlehensgebern gewährt

(Most Favoured Nation-Regelung). Die Wandlung vor einem Exit ist allerdings häufig unpraktikabel. Daher wird häufig (so auch Ziff. 7 des GESSI-Standarddokuments Wandeldarlehen) vorgesehen, dass das Darlehen dann mit einem Zuschlag (Exit-Prämie) fällig wird. Der INVEST-Zuschuss setzt aber die Wandlung voraus.

dd.) Form

Der Abschluss eines Wandeldarlehensvertrags bedarf wie jeder Darlehensvertrag grds. keiner besonderen Form. Die Verpflichtung zur Fassung eines Kapitalerhöhungsbeschlusses bedarf nicht der Form des § 53 II 1 GmbHG (so etwa Lutter/Hommelhoff/Bayer, GmbHG 21. Aufl. 2023, § 53 Rn. 39, 40). Aus § 53 II 1 GmbHG folgt kein Vollständigkeitsgebot (so auch das DNotI-Gutachten, Abrufnr. 187499 v. 25.3.2022 unter III 1 b).

Zwar bedarf die Übernahme eines Geschäftsanteils nach § 55 I GmbHG der notariellen Beglaubigung und auch der Kapitalerhöhungsbeschluss selbst der notariellen Beurkundung, § 53 GmbHG. Doch gilt dies nach ganz überwiegender und richtiger Ansicht nicht für hierauf gerichtete schuldrechtliche Verpflichtungen, also auch nicht für die entsprechende Stimmbindungsvereinbarung (Noack/Servatius/Haas GmbHG 24. Aufl. 2025, § 55 Rn. 51; OLG München NZG 2005, 756, BeckRS 2005, 6479 sowie Weitnauer GWR 2018, 245, 249). Abzulehnen ist die vom OLG Zweibrücken in einem Urteil vom 17.5.2022, BeckRS 2022, 17739 vertretene Ansicht, dass die Unterschrift eines gesellschaftsfremden Darlehensgebers dann der notariellen Beglaubigung gem. § 55 I GmbHG bedarf, wenn der Wandeldarlehensvertrag für bestimmte Fälle eine verbindliche Wandlungsverpflichtung zu Lasten des Darlehensgebers vorsieht (hierzu Weitnauer GWR 2022, 273; ders. Festschrift Heribert Heckschen 2024, S. 749, 757 f.). Denn § 55 I GmbHG verfolgt keinen Übereilungsschutz, den das OLG Zweibrücken offenbar im Blick hat, da es diese Form nur für die Wandlungspflicht eines noch nicht als Gesellschafter beteiligten Darlehensgebers annimmt. Überdies wäre, selbst im Fall einer Formunwirksamkeit einer solchen Wandlungspflicht, keine Gesamtnunwirksamkeit des Wandeldarlehensvertrags gem. § 139 Hs. 1 BGB anzunehmen, erst recht dann nicht, wenn eine geltungserhaltende salvatorische Regelung vorgesehen wird.

Die Empfehlung, aus Vorsichtsgründen Wandeldarlehensverträge stets zu beurkunden (so etwa auch die GESSI-Verwendungshinweise), erscheint daher weit überzogen. Zwar wurde das Urteil des OLG Zweibrücken, das eine Insolvenverschleppungshaftung des Geschäftsführers zum Gegenstand hatte, rechtskräftig, jedoch nur deshalb, weil die Gesellschaft nicht nur wegen der angenommenen Formnichtigkeit des Darlehensvertrags zahlungsunfähig, sondern auch überschuldet war. Ein notarielles Beurkundungsbedürfnis kann nur dann bestehen, wenn sich der noch nicht beteiligte Wandeldarlehensgeber verpflichtet, einer Beteiligungsvereinbarung beizutreten, die eine gem. § 15 IV GmbHG beurkundungsbedürftige Mitverkaufsverpflichtung enthält. Dies gilt dann nicht, wenn eine solche Mitver-

kaufsverpflichtung in der Satzung enthalten ist, die korporativ alle Neugesellschafter bindet (so zuletzt die Gestaltungsempfehlung von Weitnauer GWR 2025, 19, 22).

ee.) Sonstige Erfordernisse

Finanzunternehmen iSv § 2 I Nr. 6 iVm § 1 XXIV Nr. 1 GwG, also typischerweise institutionelle Investoren oder sonstige Beteiligungsgesellschaften, müssen richtigerweise vor Abschluss eines Wandeldarlehensvertrags geldwäscherechtlich nur das Beteiligungsunternehmen und dessen wirtschaftlich Berechtigte gem. § 11 I 1 GwG identifizieren, nicht aber sämtliche Altgesellschafter. Denn insoweit fehlt es an dem Erfordernis der geldwäscherechtlich relevanten unmittelbaren Geschäftsbeziehung iSv §§ 10 III Nr. 1, § 1 IV GwG (vgl. 4.1 der Auslegungs- und Anwendungshinweise des BaFin (AuA); Weitnauer GWR 2019, 275, 278 f.).

Sofern die Geschäftsführung für die Aufnahme von Wandeldarlehen eines zustimmenden Beschlusses von Gesellschaftern oder eines Beirats bedarf, ist einem solchen Erfordernis durch Einholung eines entsprechenden Beschlusses zu genügen.

2. Schwachstellen

a.) Unternehmen in Schwierigkeiten

Der Staat hat zwar die Bedeutung und das Erfordernis einer finanziellen Unterstützung und Förderung von Forschung und Entwicklung erkannt. Dies gilt insbesondere für die Förderung des Transfers von Wertungsideen in die Wirtschaft durch das Programm GO-Bio initial oder bspw. die Förderprogramme von EXIST-Forschungstransfer, KMU-Innovativ oder GO-Bio next. Alle diese Fördermaßnahmen stehen aber beihilferechtlich unter den Vorgaben der AGVO, die in Art. 1 Nr. 4c) Beihilfen für „Unternehmen in Schwierigkeiten“ ausschließt. Nach der Definition von „Unternehmen in Schwierigkeiten“ in Art. 2 Nr. 18a) S. 1 AGVO sind dies u. a. GmbHs, die in Folge aufgelaufener Verluste mehr als die Hälfte des gezeichneten Stammkapitals verloren haben. Ausgenommen sind nur KMUs, die noch keine drei Jahre bestehen, und in Bezug auf Risikofinanzierungsbeihilfen KMUs in den sieben Jahren nach erstem kommerziellen Verkauf, die nach einer Due Diligence-Prüfung für Risikofinanzierungen in Frage kommen. VC-finanzierte Start-Ups erzielen aber gerade in der Anfangsphase aufgrund ihrer F&E-Anstrengungen erhebliche Verluste und werden hierbei häufig gerade in der Seed-Phase über nachrangige Wandeldarlehen finanziert. Da diese bilanziell und auch steuerlich Fremdkapital darstellen, steht diese Definition von „Unternehmen in Schwierigkeiten“ bei Start-Ups häufig der Inanspruchnahme öffentlicher Fördermittel entgegen. Auch die steuerliche Förderung von F&E-Vorhaben durch das Forschungszulagengesetz (FZulG) schließt nach § 9 II FZulG aus beihilferechtlichen Gründen Unternehmen in Schwierigkeiten gem. Art. 2 Nr. 18 AGVO als Antragsteller aus. Ebenso sind sie nach der INVEST-Förderrichtlinie Wagniskapital vom 6.3.2024 (Anlage A Abschn. IV) ausgeschlossen mit der Ausnahme nur von Unternehmen,

die jünger als drei Jahre sind, sofern die Voraussetzungen für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens nicht vorliegen.

b.) Steuerliche Ertragswirkung der Wandlung

Anerkannt ist zwar, dass die Wandlung in Anteile der ausgebenden Gesellschaft nicht zu einer Gewinnrealisierung, insb. nicht hinsichtlich des im Darlehensvertrag vereinbarten Discounts, führt (BMF-Schreiben vom 30.4.2018, BMW IV C 6-S 2133/09/10001:006). Handelsrechtlich ist es auch möglich, den Nennwert der gewandelten Darlehensforderung in die Kapitalrücklage einzustellen, also nicht nur einen ggf. niedrigeren Zeitwert (WP-Handbuch 18. Aufl., F Rn. 484). Dies gilt auch für die Einbringung einer Darlehensforderung durch noch nicht beteiligte Gesellschafter, sofern dies als weitere Zuzahlung im Rahmen einer Kapitalerhöhung vereinbart wird (Beck'scher Bilanzkommentar/Kliem/Meyer, 14. Aufl. 2024, § 272 Rn. 195). Häufig nicht bedacht wird aber, dass die steuerlichen Folgen andere sind. Denn der durch die Wandlung bewirkte Wegfall der Verbindlichkeit führt bei der Kapitalgesellschaft grundsätzlich zu einer Gewinnerhöhung, soweit die eingebrachte Forderung nicht werthaltig ist (BFH Urt. v. 9.6.1997, GrS 1/94, BStBl. II 1998, S. 307; Schmidt/Levedag, EStG 43. Aufl. 2024 § 17 Rn. 184). Einlagencharakter hat somit entsprechend § 255 I 1 HGB wegen des Grundsatzes der realen Kapitalaufbringung nur der Verzicht auf eine werthaltige Forderung. Im Fall der Überschuldung der Gesellschaft kann in der Regel nicht von (voller) Werthaltigkeit ausgegangen werden (so auch BFH v. 31.5.2005, BStBl. II 2006, 132). Wird im Rahmen einer Finanzierungsrunde gewandelt, wird sich die einzubringende Darlehensforderung allerdings im Hinblick auf die gleichzeitige Zufuhr weiteren Kapitals idR als werthaltig darstellen, obwohl das neue Investment grundsätzlich nicht der Tilgung der Schulden der Gesellschaft dient (Weitnauer, Handbuch Venture Capital aaO, Teil E Rn. 11). Ein durch die Einbringung nicht werthaltiger Forderungen entstehender außerordentlicher Ertrag kann nur durch den operativen Verlust des laufenden Geschäftsjahres oder auch durch etwaige Verlustvorträge bei Anwendung der Mindestbesteuerung iSd § 10d II 1 EStG (Abzug bis EUR 1 Mio. unbeschränkt, darüber hinaus ab 2024 70 %) neutralisiert werden.

II. Equity-Bridge

Wird im Vorfeld einer Finanzierungsrunde Eigenkapital statt einem Wandeldarlehen geleistet, wenn auch nur im Vorgriff auf eine Kapitalerhöhung, liegen die Vorteile auf der Hand: Es wird, da auch Nachrangdarlehen bilanziell Fremdkapital darstellen, eine Unterbilanz und damit die förderschädliche Einstufung des Start-Ups als „Unternehmen in Schwierigkeiten“ vermieden. Und es kommt zu keiner Diskussion über die Werthaltigkeit der Darlehensforderungen bei Wandlung mit dem Risiko der Erzielung eines steuerlichen außerordentlichen Ertrags. Da das Investment von vornherein Eigenkapitalcharakter hat, handelt es sich um keinen „SAFE“, also

um einen Vertrag auf „Future Equity“, sondern, um in der Terminologie zu bleiben, um ein „SAFS“, nämlich um einen Vertrag auf „Future Shares“, also zum künftigen Erwerb von Anteilen. Zu unterscheiden ist dabei zwischen der Zufuhr von Eigenkapital durch bereits beteiligte Gesellschafter und noch nicht beteiligten Investoren, die – ähnlich den Wandeldarlehen – der Gesellschaft mit Blick auf eine folgende Finanzierungsrunde Eigenkapital gewähren.

1. Zuzahlungen in die Kapitalrücklage

a.) Voraussetzungen

aa.) Zuzahlungen gem. § 272 II Nr. 4 HGB

Die Eigenkapitalfinanzierung erfolgt über die Stammeinlagen zum Nennwert hinaus durch Einzahlungen in die Kapitalrücklage gem. § 272 II HGB. Statt einem der Gesellschaft bei Ausgabe der Anteile versprochenen Agio als Ausgleich für den höheren inneren Wert der Anteile wird in der Regel eine schuldrechtliche Zuzahlung in die Kapitalrücklage gegenüber den übrigen Gesellschaftern gem. § 272 II Nr. 4 HGB versprochen (Weitnauer, Handbuch Venture Capital aaO Teil E Rn. 142 ff.). Dass die Zuzahlung in der Vertragspraxis nicht der Gesellschaft, sondern den Gesellschaftern versprochen wird (meist auch unter Klarstellung, dass es sich nicht um einen Vertrag zugunsten der Gesellschaft iSv § 328 BGB handelt), dient nicht nur der Abgrenzung zu einem Agio, das im Fall einer AG im Fall einer Kapitalerhöhung voll einbezahlt werden muss, §§ 36a I, 188 II AktG, sondern auch als Schutz vor einer Inanspruchnahme im Fall einer Insolvenz der Gesellschaft oder auch als Schutz vor einer Pfändung durch deren Gläubiger.

§ 272 II Nr. 4 HGB setzt jedoch voraus, dass die Zuzahlung von einem „Gesellschafter“ geleistet wird. Dies bedeutet, dass eine Zuzahlung in die Kapitalrücklage gem. § 272 II Nr. 4 HGB für noch nicht als Gesellschafter beteiligte Kapitalgeber ausscheidet. Jedenfalls für bereits beteiligte Gesellschafter ist es aber sehr wohl möglich, statt einem nachrangigen Darlehen eine Zuzahlung in die Kapitalrücklage zu leisten.

bb.) Zuzahlung gem. § 272 II Nr. 2 HGB

In die Kapitalrücklage kann nach § 272 II Nr. 2 HGB bei der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen das Entgelt gebucht werden, das die Gesellschaft für das jeweilige Erwerbsrecht erzielt (Umtauschrecht im Fall der Wandelanleihe und bei der Optionsanleihe das Optionsrecht auf den Bezug von Gesellschaftsanteilen, das neben dem Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals besteht). Dies gilt somit nicht für den Darlehensteil des Ausgabebetrags. Auch wenn der Wortlaut von § 272 II Nr. 2 HGB in neutraler Form Rechte auf den Erwerb von „Anteilen“ erfasst, also nicht nur von Aktien, handelt es sich bei Wandel- und Optionsanleihen um ein aktienspezifisches Instrument. Es ist im GmbH-Recht auch deshalb nur schwer vorstellbar (MüKo HGB, Bd. 4/Reiner, 5. Aufl. 2024, § 272 HGB Rn. 74), da für die Ausgabe der in § 221 AktG geregelten Wandelschuldverschreibungen

in § 192 II Nr. 1 AktG bedingtes Kapital vorgesehen ist. Bedingtes Kapital gibt es jedoch im GmbH-Recht nicht.

b.) Umsetzung

Bereits beteiligte Gesellschafter werden eine Zuzahlung in die Kapitalrücklage gem. § 272 II Nr. 4 HGB nicht ohne Sicherung ihrer Vermögensrechte leisten. Demgemäß werden sie auch hier, entsprechend der Gestaltung beim Wandeldarlehen, auf einem Recht zum Bezug weiterer Anteile im Rahmen einer weiteren Finanzierungsrunde bestehen, also auf einem Optionsrecht im Sinne eines „Naked Warrant“. Die Formel für die Wandlung des Darlehens (Teil I 1 d, cc) gilt hierfür entsprechend mit der Maßgabe, dass der Betrag der Darlehensforderung durch den der Zuzahlung ersetzt wird. Auch hier könnte dieses Optionsrecht ausreichend durch genehmigtes Kapital gem. § 55a GmbHG abgesichert werden.

Ferner werden Gesellschafter weitere Zuzahlungen in die Kapitalrücklage davon abhängig machen, dass sie Vorrang bei der Erlösverteilung erhalten. Dadurch stellen sie sich wirtschaftlich nicht wesentlich schlechter als bei Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts (oben I.1d, aa)). Statt auf der letzten Stufe von Gläubigern stehen sie an erster Stelle des Eigenkapitals. Die zeitliche Abfolge von Kapitalerhöhung und Zuzahlung in die Kapitalrücklage würde nur umgekehrt. Die Zuzahlung erfolgt im Vorfeld der Kapitalerhöhung und nicht im Nachhinein. Die vorab geleistete Zuzahlung ist dem im Rahmen der Finanzierungsrunde geleisteten Kapital gleichzustellen, weshalb vorzusehen ist, dass sie auch unter die dann erstrangige Liquidationspräferenz für das Investment der Finanzierungsrunde fällt. Ergänzend zu einer solchen Liquidationspräferenzabrede können auch die ansonsten für ein Nachrangdarlehen vorzusehende Festverzinsung als Verzinsung der Liquidationspräferenz und auch der Discount als abweichende Regelung einer pro rata-Verteilung abgebildet werden. Dementsprechend wäre auch hier – entsprechend der Stimmbindungsvereinbarung bei einem Wandeldarlehen – eine diese Rechte regelnde Vereinbarung mit allen Gesellschaftern erforderlich (vgl. hierzu das Muster einer Equity Bridge-Vereinbarung im Anhang V bei Weitnauer, VC-Handbuch aaO).

Um eine gesonderte Abrede für die Gewährung dieses Investments mit allen Gesellschaftern zu vermeiden, auch im Interesse einer beschleunigten Abwicklung, mag sich eine allgemeine Auffangregelung in Beteiligungsverträgen empfehlen, wonach alle Gesellschafter für den Fall, dass Gesellschafter an Stelle eines Wandeldarlehens Zuzahlungen in die Kapitalrücklage vor einer Finanzierungsrunde leisten, im Vorhinein zustimmen, dass die hierfür dann von der Gesellschaft auszugebenden Anteile mit den gleichen Vorrechten wie die der Neuinvestoren ausgestattet werden, dass also insb. auch die vorgezogene Zuzahlung unter die dann erstrangige Liquidationspräferenz für das Investment der Finanzierungsrunde fällt.

c.) Schenkungssteuerliche Risiken einer disquotalen Einlage

Die einseitige Zuführung von Eigenkapital durch eine Zuzahlung in die Kapitalrücklage kann als disquotale Einlage schenkungssteuerliche Folgen haben. So gilt nach § 7 VIII 1 ErbStG als Schenkung auch die Wert-erhöhung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft, die eine an der Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar beteiligte natürliche Person oder Stiftung durch die Leistung einer anderen Person an die Gesellschaft erlangt (hierzu BFH Urt. v. 10.4.2024, BeckRS 2024, 23327 = GWR 2025, 35 [Weitnauer]). Insoweit gilt kein Erfordernis einer Bereicherungsabsicht; anders verhält es sich nur nach § 7 VIII 2 ErbStG für Zuwendungen zwischen Kapitalgesellschaften, da hiernach Zuwendungen in der Absicht getätigt sein müssen, Gesellschafter zu bereichern.

Durch die Vereinbarung der Liquidationspräferenz wird eine endgültige Vermögensverschiebung zugunsten der Mitgesellschafter ausgeschlossen (so auch die ErbSt-RiLi 2019, dort R E 7.5 Abs. 11 S. 8). Gleiches gilt aber auch im Hinblick darauf, dass Zweck der vorgezogenen Zuzahlung nur der künftige Erwerb von Anteilen an der Gesellschaft ist. Auch deshalb ist eine für die schenkungssteuerlichen Folgen erforderliche endgültige Vermögensverschiebung zugunsten von Mitgesellschaftern ausgeschlossen. Denn diese (bzw. die Gesellschaft bei genehmigtem Kapital) sind zur Ausgabe dem Wert der Zuzahlung entsprechender Anteile zu einem späteren Zeitpunkt verpflichtet.

2. Genusssrechtskapital

Wie dargelegt, kommt die Zufuhr von Eigenkapital durch Zuzahlungen in die Kapitalrücklage gem. 272 II Nr. 4 HGB nur für Gesellschafter infrage. Für noch nicht beteiligte Investoren kommt für die Zwecke einer Überbrückungsfinanzierung mit dem Ziel eines späteren Anteilserwerbs anstelle eines Darlehens eigenkapital-ähnliches Genusssrechtskapital in Betracht.

a.) Rechtsnatur

Für Genussrechte gibt es kein gesetzliches Leitbild (sie finden lediglich Erwähnung in § 221 IV AktG in Zusammenhang mit den dort geregelten (Wandel)Schuldverschreibungen). Dementsprechend können sie individuell ausgestaltet werden (BGH Urt. v. 5.10.1992, BeckRS 1992, 2102). In keinem Fall vermitteln sie aber Gesellschafterrechte, insbesondere keine Stimm- und Teilnahmerechte an Gesellschafterversammlungen (BGH Urt. v. 5.10.1992 aaO). Umfassen Genussrechte auch Beteiligungsrechte am Gewinn und/oder Liquidationserlös, werden hierdurch die Vermögensrechte der Gesellschafter beeinträchtigt. Daher bedarf es für die Ausgabe solcher Genussrechte richtigerweise eines Gesellschafterbeschlusses mit satzungsändernder Mehrheit analog § 221 I AktG (Lutter/Hommelhoff/Bayer, 21. Aufl. 2023, § 55 GmbHG Rn. 53). Ob auch ein Bezugsrecht der Gesellschafter entsprechend § 221 IV AktG besteht, ist umstritten (grds. verneinend Noack/Servatius/Haas/Kersting, 24. Aufl. 2025, § 29 GmbHG Rn. 93; Scholz/Seibt, 13. Aufl. 2022, § 14 GmbHG Rn. 140; grds. beja-

hend Lutter/Hommelhoff/Bayer, 21. Aufl. 2023, § 55 GmbHG Rn. 53, sofern es sich nicht um rein obligationsähnliche Genussrechte handelt). Da der Gesellschaftsvertrag nähere Bestimmungen über die Vereinbarung von Genussrechten treffen kann (Scholz/Seibt aaO § 14 GmbHG Rn. 139; vgl. auch § 221 I 3 AktG), kann auch, entsprechend der Ausgabe von Anteilen aus genehmigtem Kapital und entsprechend § 221 II AktG, die Geschäftsführung vorab zur Ausgabe von Genussrechten (ggf. in begrenzter Zahl) ermächtigt werden. Dies gilt dann auch für die (vorsorgliche) Ermächtigung zum Ausschluss von Bezugsrechten auf Genussrechte, die im vorliegenden Fall ohnehin eine Bereitschaft zur Teilnahme an einer folgenden Finanzierungsrunde voraussetzen würden. Der zeitlichen Befristung der Ermächtigung zur Ausgabe von Genussrechten auf höchstens 5 Jahre, wie in § 221 II AktG für Wandelschuldverschreibungen vorgesehen, bedarf es nicht; § 221 II AktG wird auch in § 221 III AktG nicht auf Genussrechte für entsprechend anwendbar erklärt. Dass Genussrechte auch nach § 793 BGB verbrieft werden können, ist für die hier beschriebenen Zwecke einer Vorfeldfinanzierung ohne Bedeutung, da eine Handelbarkeit dieser Genussrechte ohnehin nicht beabsichtigt ist.

b.) Eigenkapitalähnliche Ausgestaltung

Anders als (mezzanine) Nachrangdarlehen, die stets Fremdkapitalcharakter haben, kann Genussrechtskapital auch eigenkapitalähnlich ausgestaltet werden. Handelsbilanziell werden Genussrechte nach IDW/HFA 1/94 als Eigenkapital eingestuft, wenn alle folgenden Kriterien erfüllt sind (BMF-Schreiben vom 11.4.2023 IV C 6-S 2133/19/10004:002, dort Rn. 13):

- Nachrangigkeit der Kapitalüberlassung gegenüber den anderen Gläubigern,
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung,
- Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe des überlassenen Kapitals und
- Langfristigkeit der Kapitalüberlassung.

Dabei ist unerheblich, ob das Kapital der Kapitalgesellschaft durch einen Anteilseigner oder einen fremden Dritten zugeführt wird (BMF-Schreiben aaO Rn. 14). Steuerrechtlich wird das Genussrechtskapital aber nur dann als Eigenkapital behandelt, wenn es dauerhaft in das Vermögen der Kapitalgesellschaft übergeht und eine Rückzahlung nicht beabsichtigt ist (BMF-Schreiben aaO Rn. 9). Gehen die Beteiligten von einer Kapitalüberlassung auf Zeit aus und sprechen auch die Umstände dafür, dass das zugeführte Kapital absprachegemäß zurückgezahlt werden soll, behält das Genussrechtskapital steuerlich seinen Fremdkapitalcharakter. Es entspräche dann einem Wandel(darlehen), das grundsätzlich am Ende der Laufzeit zurückzuzahlen ist, sofern der Fälligkeit des Rückzahlungsanspruchs nicht eine Rangrücktrittsvereinbarung entgegensteht.

aa.) Dauerhafte Kapitalüberlassung

Die steuerliche und die handelsbilanzielle Behandlung sind im vorliegenden Fall, bei dem das Genussrechts-

kapital auf die Übernahme neuer Anteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung abzielt, deckungsgleich. Denn anders als bei einem Wandeldarlehen, das nur kurzfristig bis zur Umsetzung der nächsten Finanzierungsrunde gewährt werden soll, würde das Genussrechtskapital ohne jeden Vorbehalt einer späteren Rückzahlbarkeit in das Eigenkapital der Gesellschaft geleistet. Da für das Genussrechtskapital ohnehin keine Rückzahlung vorgesehen wird, bedarf es keiner weiteren Rangrücktrittsvereinbarung. Damit ist das Erfordernis der dauerhaften Gewährung des Genussrechtskapitals erfüllt. Wirtschaftlich sollte dies für den VC-Investor mit keinen wesentlichen Nachteilen verbunden sein. Denn in der Praxis ist eine Rückzahlung von Nachrangdarlehen bei Start-Ups aus deren Mitteln aufgrund der Rangrücktrittsvereinbarung, die eine Rückzahlung nur aus Gewinnen, Liquidationüberschüssen oder freiem Vermögen zulassen, in der Regel nur im Fall eines Exits zu beobachten. Hier stellen noch bestehende Forderungen aus Wandeldarlehen eher ein Transaktionshindernis dar. Grund hierfür ist nicht nur das Erfordernis einer Kapitalerhöhung bei Ausübung von Wandlungsrechten, die den Verkaufsprozess blockieren kann. Vielmehr muss auch ein Käufer entweder die Gesellschaft für die Rückzahlung des Darlehens mit hierfür erforderlichem Kapital ausstatten oder Gefahr laufen, dass die Gesellschaft zu einem späteren Zeitpunkt, zu dem verkaufte wertlose Darlehensforderungen werthaltig geworden sind, einen außerordentlichen Ertrag erzielt. Überdies käme es im Rahmen einer Erlösverteilung mit üblichen Liquidationspräferenzrechten zu einer durchaus sachgerechten Gleichstellung von im Rahmen einer Finanzierungsrunde und einem im Vorfeld geleisteten Eigenkapitalinvestment.

bb.) Erfolgs- und Verlustbeteiligung

Die im Hinblick auf das Erfordernis einer erfolgsbezogenen Vergütung erforderliche Gewinnbeteiligung muss nicht quotall auf den Gewinn der Gesellschaft bezogen sein, sondern kann auch gewinnabhängig in Höhe eines prozentualen Aufschlags auf den Nennbetrag der Genussrechte vorgesehen werden. Dieser gewinnabhängige Aufschlag setzt somit voraus, dass die Gesellschaft entsprechenden Gewinn erzielt hat. Der Gewinnanspruch kann auch auf folgende Gewinnjahre vorgetragen werden. Auch die Verlustbeteiligung des Genussrechtskapitals muss nicht zwingend im Verhältnis zu den ausgegebenen Anteilen bestimmt werden, sondern kann anteilig im Verhältnis zu sonstigem Nachrangkapital und in der Bilanz ausgewiesenem Eigenkapital (einschließlich sonstiger eigenkapitalähnlicher Genussrechte) und einschließlich Gewinn- und Kapitalrücklagen berechnet werden.

c.) Ausgabe der Genussrechte

Für die Ausgabe der Genussrechte bedarf es – so wie bei der Gewährung von Wandeldarlehen – keiner Bewertung der Gesellschaft im Finanzierungszeitpunkt. Da die Gewinn- und Verlustbeteiligung nicht Anteilen gleichgestellt werden muss (vgl. zur Gestaltung vorstehend Ziff. II.2b, bb), können Genussrechte auch ohne weiteres zum Nennwert (ein Genussrecht entspricht ei-

nem Euro) ausgegeben werden, ohne dass ein innerer höherer Wert der Genussrechte durch eine Zuzahlung ausgeglichen werden müsste.

Für die Ausgabe der Genussrechte bedarf es eines Genussrechtsvertrags mit der Gesellschaft. In diesem Vertrag ist – ebenso wie bei Wandeldarlehenverträgen – eine Option des Genussrechtsinvestors auf Erwerb von Anteilen in einer weiteren Finanzierungsrunde entsprechend der Berechnungsformel bei Wandeldarlehen oder auch der Equity Bridge-Finanzierungsvereinbarung vorzusehen (vgl. oben Ziff. II.1b). Da ein bloßes Optionsrecht des Rechteinhabers genügt (da er ohnehin Eigenkapital geleistet hat, ist eine Pflicht zur Übernahme weiterer Anteile entbehrlich), greift auch das oben zitierte Urteil des OLG Zweibrücken (BeckRS 2022, 7739, oben Ziff. I.1d, dd), das für die Wandlungspflicht eines außenstehenden Darlehensgebers ein notarielles Beglaubigungserfordernis annahm, nicht. Der Abschluss des Genussrechtsvertrags ist mithin stets formlos möglich.

d.) Folgen

aa.) Kein Wandlungserfordernis

Da das Genussrechtskapital als Eigenkapital gebucht ist, kommt es zu keiner Wandlung von Fremd- zu Eigenkapital wie bei der Wandlung eines Wandeldarlehens mit der dann erforderlichen Werthaltigkeitsprüfung. Das Genussrechtskapital ist bereits vollständig im Eigenkapital verbucht, und zwar, da mangels Gesellschafterstellung keine Zuzahlung iSv § 272 II Nr. 4 HGB erfolgt ist, als Sonderposten der Bilanzgruppe A gemäß § 266 III HGB oder als Sonderposten zwischen Eigenkapital und Rückstellung (MüKo HGB/Reiner, Band 4 Bilanzrecht 5. Aufl. 2024, § 272 HGB Rn. 100).

bb.) Vermeidung einer Unterbilanz

Für die Frage, ob es sich um ein „Unternehmen in Schwierigkeiten“ handelt, kommt es auf den vermögensmäßigen Vergleich der handelsbilanziellen Aktiva vermindert um die Verbindlichkeiten einschließlich der Rückstellung für ungewisse Verbindlichkeiten an (Noack/Servatius/Haas/Servatius aaO § 30 GmbHG Rn. 17). Insoweit würde also die Zufuhr von eigenkapitalähnlichem Genussrechtskapital zu keiner Unterbilanz führen. Die Ausübung der Option auf Übernahme von Anteilen ändert nichts. Das Genussrechtskapital bleibt im Eigenkapital, wenn auch nicht mehr als Sonderposten, sondern dann konsequenterweise unter Zuzahlungen von Gesellschaftern verbucht. Zusätzlich ist nur der Nennwert der auf Basis der Bewertung der Finanzierungsrunde zu übernehmenden Anteile in das Eigenkapital zu leisten. Die für die Qualifizierung als Eigenkapital erforderliche Gewinn- und

Verlustbeteiligung wird im Rahmen der Finanzierungsrunde abgelöst durch die Regelungen des dann abzuschließenden Beteiligungsvertrags mit den weiteren Investoren.

III. Fazit

1. Die Überbrückungsfinanzierung mit Wandeldarlehen im Vorfeld einer Finanzierungsrunde ist zwar Standard, aber mit nicht unerheblichen Nachteilen verbunden. Zum einen behalten Wandeldarlehen trotz Nachrangs ihren Fremdkapitalcharakter und können daher dazu führen, dass das finanzierte Unternehmen aufgrund Unterbilanz als „Unternehmen in Schwierigkeiten“ behandelt wird und daher seine beihilferechtliche Förderfähigkeit verliert. Zum anderen kann die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital bei fehlender Werthaltigkeit der eingebrachten Forderungen zu einem außerordentlichen Ertrag bei der Gesellschaft führen.
2. Ein Ersatz dieser üblichen Finanzierungsform durch eine Zufuhr von Eigenkapital ist möglich und vorzugswürdig. Bestandsgesellschafter können statt Darlehen Zuzahlungen in die Kapitalrücklage gem. § 272 II Nr. 4 HGB leisten. Noch nicht beteiligte Investoren können eigenkapitalähnliches Genussrechtskapital zuführen.
3. In allen diesen Fällen ist dem Bridge Investor ein Optionsrecht auf den Bezug von Anteilen in einer weiteren Finanzierungsrunde analog der Wandlungsformel von Wandeldarlehen einzuräumen. Dieses Wandlungsrecht kann am besten durch genehmigtes Kapital (bei der GmbH gem. § 55a GmbHG) abgesichert werden.
4. Eine Ermächtigung zur Ausgabe von Genussrechten kann (auch unter Vereinbarung von Zustimmungsvorbehalten etwa eines Beirats) in der Satzung verankert werden. Ebenso kann auch in Beteiligungsverträgen bereits jeweils vorab vereinbart werden, dass Überbrückungsfinanzierungen im Fall der Ausübung der jeweiligen Optionsrechte auf Erwerb von Anteilen in gleicher Weise liquidationspräferenzberechtigt sind wie das in der jeweiligen Finanzierungsrunde einbezahlte Eigenkapital.
5. Diese Formen der Eigenkapitalfinanzierung bedürfen, da sie mit keiner Übernahmeverpflichtung, sondern nur mit Übernahmerechten verbunden sind, keiner notariellen Form.
6. Ebenso wie für Wandeldarlehen über GESSI können für diese Finanzierungsformen Musterverträge dem vereinfachten Abschluss dienen. Überdies sollten auch diese Formen der eigenkapitalähnlichen Überbrückungsfinanzierung geeignet für den INVEST-Zuschuss Wagniskapital sein, analog zu den für Wandeldarlehen geltenden Regelungen. ■