

2

ORRICK
LEGALNINJA
SERIES



WANDELDARLEHEN FÜR TECHNOLOGIEUNTERNEHMEN

EINSATZGEBIETE | TYPISCHE REGELUNGEN | STEUERN | FÖRDERUNG | SAFE

CONVERTIBLE LOANS FOR TECH COMPANIES

USABILITY | KEY TERMS | TAX CONSIDERATIONS | PUBLIC SUBSIDIES | SAFE

Herausgeber:

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,
Heinrich-Heine-Allee 12, 40239 Düsseldorf, Deutschland,
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: www.orrick.de

Vertretungsberechtigt in Deutschland und verantwortlich für redaktionelle Inhalte i.S.d. § 55 Abs. 3 des Staatsvertrages für Rundfunk und Telemedien sind Dr. Oliver Duys und Dr. Christoph Brenner (Managing Partner Deutschland), Heinrich-Heine-Allee 12, 40239 Düsseldorf und Rosental 4, 80331 München Deutschland, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: duesseldorf@orrick.com

Copyright:

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2019. Alle Rechte vorbehalten. Das Orrick-Logo und "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" sind eingetragene Marken der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

Version: September 2019

Haftungsausschluss:

Diese Publikation dient allein der allgemeinen Information und berücksichtigt nicht die individuellen Umstände des Einzelfalls. Diese Publikation erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie dient nicht dazu und kann keine einzelfallbezogene Beratung durch kompetente Rechts-, Steuer- und andere Berater ersetzen und darf nicht entsprechend verwandt werden. Diese Publikation stellt weder ausdrücklich noch stillschweigend ein Angebot oder die Annahme eines Angebots auf Abschluss eines Auskunfts- oder Beratungsvertrages dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen, Auslegungen und Vorhersagen geben allein die Ansichten der Autoren wieder, welche nicht notwendigerweise der Ansicht der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP entsprechen. Auch wenn sich die Autoren um eine korrekte Darstellung in dieser Publikation bemüht haben, übernehmen weder sie, noch die Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP noch sonst jemand in Verbindung mit den Vorgenannten Gewähr, Estandspflicht oder Haftung hierfür.

Anwaltswerbung.**Published by:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,
Heinrich-Heine-Allee 12, 40239 Düsseldorf, Germany,
tel.: +49 (0)211/367870, internet: www.orrick.de

Authorized representatives in Germany responsible for the editorial content according to § 55(3) Interstate Broadcasting and Telemedia Agreement (Staatsvertrag für Rundfunk und Telemedien) are Dr. Oliver Duys and Dr. Christoph Brenner (Managing Partner Germany), Heinrich-Heine-Allee 12, 40239 Düsseldorf and Rosental 4, 80331 Munich, Germany, tel.: +49 (0)211/367870, email: duesseldorf@orrick.com

Copyright:

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2019. All rights reserved. The Orrick logo and "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" are trademarks of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

Version: September 2019

Disclaimer:

This publication is for general informational purposes only without consideration to specific facts and circumstances of individual cases and does not purport to be comprehensive. It is not intended as a substitute for the advice of competent legal, tax or other advisers in connection with any particular matter or issue and should not be used as such substitute. This publication does not constitute, either expressly or tacitly, an offer or the acceptance of an offer to conclude an information or consultancy contract. Opinions, interpretations and predictions expressed in this publication are the authors' own and do not necessarily represent the views of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. While the authors have made efforts to be accurate in their statements contained in this publication, neither they nor Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP or anyone connected to them make any representation or warranty or can be held liable in this regard.

Attorney Advertising.

Inhaltsverzeichnis

Table of Contents

A. Wandeldarlehen	6-71
I. Einleitung	6
II. Vor- und Nachteile einer Finanzierung durch Wandeldarlehen	12
III. Wesentliche Regelungsinhalte des Wandeldarlehensvertrages	22
IV. Wandeldarlehen und Beurkundungsfragen	54
V. Steuerrechtliche Aspekte (Deutschland)	56
VI. Checkliste Wandeldarlehensverträge	62
VII. Exkurs: Förderfähigkeit von Wandeldarlehen	66
VIII. Exkurs: Einführung in SAFEs	72
B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen	78-79
C. Die Autoren	80-81
 A. Convertible Loans	 6-71
I. Introduction	7
II. Advantages and Disadvantages of a Convertible Loan Financing	13
III. Key Terms and Conditions of Convertible Loan Agreements	23
IV. Convertible Loans and Notarization	55
V. Tax Considerations (Germany)	57
VI. Check List Convertible Loan Agreements	63
VII. Special Note: Public Subsidy Programs for Convertible Loan Agreements	67
VIII. Special Note: Introduction to SAFEs	72
B. Our International Platform for Technology Companies	78-79
C. About the Authors	80-81

ORRICK LEGAL NINJA SERIES



Die Orrick Legal Ninja Reihe

Mit unseren auf Technologietransaktionen spezialisierten Teams in allen wichtigen Märkten dieser Welt begleiten wir zahlreiche deutsche Tech-Unternehmen auf ihrem Wachstumspfad. Als eine der führenden Tech-Kanzleien weltweit fühlen wir uns darüber hinaus verpflichtet, die Gründerszenen in den USA und Deutschland noch stärker zu vernetzen.

Aus diesem Grund haben wir die Orrick Legal Ninja Reihe ins Leben gerufen. Mit dieser periodisch erscheinenden Serie wollen wir Überblicke zu aktuellen rechtlichen Entwicklungen geben, aber auch vertieft Themen vorstellen, die für Start-ups und ihre Investoren besonders wichtig sind.

Hinter der Orrick Legal Ninja Reihe steht ein multidisziplinäres Team aus unseren weltweit mehr als 25 Büros. Dieses hat es sich zur Aufgabe gemacht, unseren großen internationalen Erfahrungsschatz im Bereich Venture Capital und Technologietransaktionen für diejenigen nutzbar zu machen, die in Deutschland Venture und Innovation unternehmerisch nach vorne bringen.

Woher das "Ninja" im Namen kommt? Vielleicht weil einige von uns in den Neunziger Jahren einfach sehr viel Fernsehen geschaut haben... Im Ernst, ein "Ninja" ist gerade im angelsächsischen Sprachraum zum Synonym geworden für "jemand(en), der sich in einer bestimmten Fähigkeit oder Aktivität hervortut". Das ist unser Anspruch, wenn wir junge Technologieunternehmen und ihre Investoren maßgeschneidert beraten. Wir hoffen, dass unsere OLNS-Reihe Ihnen dabei hilft, „Ninja Entrepreneurs“ zu sein.

Wir hoffen, dass Ihnen die zweite Ausgabe unserer Ninja Serie gefällt. Wenn Sie Anregungen haben, nehmen Sie bitte Kontakt mit uns auf, Ihre Erfahrungen interessieren uns sehr. Wir wollen uns kontinuierlich weiterentwickeln, um unsere Mandanten bestmöglich begleiten zu können.

Im Namen des Orrick-Teams

Sven Greulich

Orrick – Technology Companies Group Deutschland

About the Orrick Legal Ninja Series

In substantially all of the major world markets, we have dedicated technology lawyers who support young German technology companies on their growth trajectory through all stages. As one of the top tech law firms in the world, we are particularly committed to bringing the American and German entrepreneurship ecosystems closer together.

For this purpose, we have launched the Orrick Legal Ninja Series. With this series we will provide overviews on current legal trends and take deeper dives on certain legal topics that are particularly relevant for start-ups and their investors. This series will be co-authored by a multidisciplinary team of attorneys from our national and international offices. It is our goal to tap into the rich reservoir of the venture capital and technology law know-how of our international platform and make it available to the exciting German entrepreneurship and innovation scene.

Why “Ninja Series”? This title might simply reflect the fact that some of us watched a little too much TV in the 1990s. But, seriously, “Ninja” has come to signify “a person who excels in a particular skill or activity.” That’s what the Orrick team strives to be when it comes to providing tailored advice to growing tech companies and their investors. We hope that the OLNS also empowers you to be Ninja entrepreneurs.

We hope you enjoy the second edition of our series. If you would like to discuss it further, please contact us. We would love to learn about your experiences with these topics, so please share them with us. We constantly strive to evolve and grow in order to best serve our clients.

On behalf of the Orrick Team,

Sven Greulich

Orrick—Technology Companies Group Germany

I. Einleitung

- Ein Wandeldarlehen ist ein von Start-ups häufig genutztes Finanzierungsinstrument, bei dem ein Start-up zunächst ein Darlehen erhält und dieses später (i.d.R. inklusive der aufgelaufenen Zinsen) in Eigenkapital des Darlehensnehmers gewandelt werden kann oder sogar muss.
- Wandeldarlehen werden häufig in der sehr frühen Phase eines Start-ups (i.d.R. vor der ersten größeren (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde) oder als Brückenfinanzierung vor einer weiteren Finanzierungsrunde eingesetzt.



Ein Wandeldarlehen ist, vereinfacht gesprochen, ein Darlehen, das von einem Investor an ein Start-up ausgereicht wird, aber grds. nicht darauf angelegt ist, zurückgezahlt zu werden. Vielmehr soll der Darlehensgeber zu einem späteren Zeitpunkt seinen Darlehensrückzahlungsanspruch sowie ggf. seinen Anspruch auf die aufgelaufenen Zinsen in eine Eigenkapitalbeteiligung am

darlehensnehmenden Start-up wandeln. Wandeldarlehen gehören damit zur Gruppe der mezzanine oder hybriden Finanzierungen, d.h. sie verhalten sich zunächst wie übliche Fremdkapitalfinanzierungen, können oder, je nach Ausgestaltung, müssen später aber Eigenkapital werden.

I. Introduction

- Start-ups often use convertible loans as financing instruments whereby the start-up is granted a loan which at a later stage can—or in some instances even must—be converted (normally including any accrued interest) into equity of the borrower.
- Convertible loans are often used in the very early stages of a start-up, *i.e.*, usually prior to the first larger (equity) financing round or as a bridge financing prior to a further financing round.



In a nutshell: A convertible loan is a loan granted by an investor to a start-up which, however, generally is not designated to be repaid. Rather, the lender shall at a later stage convert his¹ repayment claim (as well as his claim for payment of accrued interest, if any) into an equity participation in the borrowing start-up. Accordingly,

convertible loans belong to the group of mezzanine or hybrid financing instruments, *i.e.*, initially they are treated as customary debt financing but, depending on the specifics of the case at hand, can or even shall later on be converted into equity.

1. While we use the masculine form throughout this publication, the reference to one gender shall include all genders.

1. VERWENDUNG VON WANDELDARLEHEN

Wandeldarlehen sind ein wichtiger Bestandteil im Finanzierungsportfolio für Start-ups². Das liegt u.a. an ihrer flexiblen Verwendbarkeit. Dabei sind Wandeldarlehen grundsätzlich nicht an eine bestimmte Entwicklungsphase des Darlehensnehmers gebunden. Zwar ist ihr Haupteinsatzgebiet in der Praxis die Finanzierung von Start-ups in der Frühphase, sie kommen aber auch bei Wachstumsunternehmen in späteren Phasen zum Einsatz. Wandeldarlehen haben in der Praxis in den vergangenen Jahren stetig an Bedeutung gewonnen. So ergab eine Stichprobe des Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND), dass von 100 Start-ups, mit denen BAND in den Jahren 2016 und 2017 zu tun hatte, ein Drittel mindestens einmal ein Wandeldarlehen abgeschlossen hatte. Diese Zahl scheint jüngst sogar noch gestiegen zu sein und das BAND geht mittlerweile davon aus, dass in gut der Hälfte aller Fälle seinen Mitgliedern eine Frühphasenfinanzierung über Wandeldarlehen angeboten wurde oder man selbst eine solche Finanzierung empfohlen habe.

Gerade im Bereich der sehr frühen Entwicklung eines Start-ups kann die Finanzierung über ein Wandeldarlehen eine sinnvolle Vorstufe zu einer ersten Eigenkapitalfinanzierung (der sog. "Series Seed" oder neuerdings in Mode gekommenen "Series Pre-Seed") darstellen. Mit relativ einfachen und leicht implementierbaren Verträgen soll dem Start-up kurzfristig und mit geringem Aufwand eine erste Finanzierung für die weitere Entwicklung der Geschäftsidee zur Verfügung gestellt werden. In diesem Zusammenhang hat beispielsweise das German Standards Setting Institute (eine Initiative des Bundesverbands Deutsche Start-ups und BAND) im Sommer 2018 einen ersten Standardvertrag für (einfache) Wandeldarlehen veröffentlicht, der bereits eine gewisse Verbreitung gefunden hat.

Aber auch in späteren Phasen werden Wandeldarlehen ausgereicht; hier oftmals als Brückenfinanzierung im Vorfeld einer zeitnah bevorstehenden Finanzierungsrunde (i.d.R. angestrebt innerhalb der nächsten sechs bis neun Monate) oder zur Vorbereitung auf einen Exit.

Darf jeder Investor ein Wandeldarlehen gewähren?



Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Wandeldarlehen, die mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen sind, sind in aller Regel nicht erlaubnispflichtig.

Hier die juristischen Details in aller Kürze: Die Gewährung eines Wandeldarlehens ist nach der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im Regelfall nicht als erlaubnispflichtiges Einlagengeschäft (des Kreditnehmers) oder Kreditgeschäft (des Kreditgebers) im Sinne des Kreditwesengesetzes (KWG) anzusehen, wenn bei der Rückzahlungsverpflichtung des Darlehensnehmers bestimmte Voraussetzungen eingehalten werden. Konkret muss neben einem Nachrang in der Insolvenz (für Gesellschafter mit einer Beteiligung über 10% am Nominalkapital des Darlehensnehmers ist ein solcher Nachrang bereits gesetzlich normiert) die Rückzahlungsverpflichtung zusätzlich dergestalt bedingt sein, dass die Geltendmachung des Rückzahlungsanspruchs ausgeschlossen ist, wenn und soweit die Rückzahlung einen Eröffnungsgrund für ein Insolvenzverfahren herbeiführen würde.

Die BaFin spricht mit Blick auf diese Bedingungsabrede in Gestalt eines *pactum de non petendo* bei ansonsten bestehendem Insolvenzgrund von einem "qualifizierten Rangrücktritt". Dieser ist gleichwertig zu einem Rangrücktritt, wie er zur Ausräumung einer Passivierungspflicht der Darlehensverbindlichkeit erforderlich ist. Man kann deshalb festhalten, dass die Gewährung eines Wandeldarlehens mit einem üblichen, zur Vermeidung einer Passivierungspflicht als Fremdkapital erforderlichen Rangrücktritt (wie er unten unter Ziffer III.5 beschrieben wird) regelmäßig den Anforderungen der Verwaltungspraxis der BaFin an die erlaubnisfreie Gewährung eines Wandeldarlehens genügt. Sofern jedoch die Wandeldarlehen zur Finanzierung von Anlageinvestments im Sinne eines bankähnlichen Geschäftsmodells genutzt werden, ist dies nach der gerichtlich bestätigten Verwaltungspraxis allerdings auch bei einem Rangrücktritt erlaubnispflichtig.

2. Die Ausführungen in dieser Publikation unterstellen, dass die Darlehensnehmerin in der Rechtsform einer deutschen GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) als den in Deutschland mit Abstand verbreitetsten Rechtsformen für junge Technologieunternehmen organisiert ist. Ist der Darlehensnehmer in einer anderen Rechtsform organisiert (z.B. einer Aktiengesellschaft oder einer ausländischen Rechtsform wie der Delaware Inc.), so gelten die hierin enthaltenen rechtlichen Ausführungen nicht oder nur entsprechend eingeschränkt.

1. USE OF CONVERTIBLE LOANS

Due to, among other things, their flexibility in possible scope of use, convertible loans are an important part of the financing portfolio of a start-up.³ In this respect convertible loans are generally not tied to certain stages of the life circle of the borrower. Although convertible loans in practice are mainly used in connection with the financing of start-ups in their very early stages, they are also used at growing companies in later stages. Convertible loans have become increasingly important in recent years. For example, a survey conducted by the Business Angels Network Germany (BAND) showed that one third out of 100 start-ups the BAND had dealt with in the years 2016 and 2017 had concluded a convertible loan at least once. This number even seems to have increased recently and BAND now assumes that in more than 50% of all cases its members were offered early-stage financing via convertible loans or that they had recommended such financing instrument themselves.

Especially in the very early stages of a start-up, a convertible loan can be a sensible preliminary stage to a first equity financing round (the so-called "series seed" or, as in the most recent trend, the "series pre-seed"). With relatively straight forward and easy to implement agreements, a first financing can be made available on short notice and with little effort to the start-up for the further development of the start-up's business model. In this context, the German Standards Setting Institute (an initiative of the federal association of German start-ups (*Bundesverband Deutsche Start-ups*) and BAND) issued a first template agreement for (straight forward) convertible loans in summer 2018, which has already achieved a certain scope of distribution.

However, also in later stages of a start-up convertible loans are issued; in these cases convertible loans are often used to bridge the financing needs of a start-up immediately prior to an imminent next (equity) financing round (which is usually envisaged to happen within the next six to nine months), or in preparation of an exit.

Can every investor grant convertible loans?



In summary: Convertible loans with a qualified subordination clause are generally not subject to approval requirements.

The legal details hereof in brief are: The granting of a convertible loan, according to the administrative practice of the German Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin*), in general neither qualifies as deposit business (with respect to the borrower) nor as lending business (with respect to the lender) within the meaning of the Banking Act (*Kreditwesengesetzes – KWG*), in which each would require prior approval, if, with respect to the repayment obligation of the borrower, specific requirements established by the German Financial Supervisory Authority are met. In particular, apart from a subordination in case of an insolvency (please note that for shareholders holding more than 10% in the registered share capital of a company such subordination is already provided for by law), it is necessary that the enforcement of the repayment claim is excluded if and to the extent the repayment would result in an obligation to file for insolvency proceedings.

In respect of this condition in the form of a *pactum de non petendo* BaFin deems a subordination to be a "qualified subordination" according to its administrative practice if the repayment claim cannot be enforced if the company would have to otherwise file for insolvency. This qualified subordination is equivalent to a subordination as it is required to eliminate the requirement to book a liability obligation with respect to the loan in the balance sheet as debt. Accordingly, it can be summarized that the issuance of a convertible loan with a customary subordination to avoid entering a liability obligation into the balance sheet as debt (as described in more detail below under Sec. III.5) generally also meets the requirements of BaFin's administrative practice for granting a convertible loan without approval requirement. However, if such convertible loans are used to finance investments in a banking-like fashion, this will, according to the administrative practice and as confirmed by German courts, require approval despite any such subordination having been agreed to.

3. This publication assumes that the borrowing start-up is a German limited liability company (*GmbH – Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) or an entrepreneurial company with limited liability (*Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)*), which are the most common legal forms for young technology companies. In case the borrower is organized under another legal form (e.g., a stock corporation or a foreign legal form such as a Delaware Inc.) the principles set out in this publication may not apply at all or only in parts.

2. ABGRENZUNG ZU WANDELSCHULDVERSCHREIBUNGEN UND VENTURE DEBT

Wandelschuldverschreibung:

Wandeldarlehen müssen von den bei Aktiengesellschaften durch bedingtes Kapital unterlegten Wandelschuldverschreibungen im Sinne des § 221 AktG unterschieden werden. Bei der Wandelschuldverschreibung kann der Inhaber von seiner Wandlungs- bzw. Ersetzungsbefugnis durch einseitige, empfangsbedürftige Willenserklärung Gebrauch

machen und erwirbt damit über das bedingte Kapital Aktien am Schuldner, die an die Stelle der Darlehensforderung treten. Anders als die Wandelschuldverschreibung bedarf das Wandeldarlehen nicht der Verbriefung als Wertpapier, dafür kann das Wandlungsrecht aber nicht einseitig durch den Darlehensgeber umgesetzt werden. Das Wandlungsrecht ist beim Wandeldarlehen vielmehr

insbesondere im Hinblick auf die Definition bestimmter Ereignisse, die zu einer Wandlung berechtigen bzw. verpflichten sollen, und die weiteren Parameter einer solchen Wandlung vertraglich auszugestalten.

Venture Debt: Kurz

zusammengefasst ist Venture Debt oder ein Venture Loan (nachfolgend als "Venture Debt" bezeichnet) ein zumeist von bestimmten Banken und Venture Debt-Fonds ausgereichtes mittelfristiges Fremdkapitalinstrument, das auf die spezifischen Bedürfnisse wachstumsstarker junger Technologieunternehmen ausgerichtet ist, welche sich bereits die Beteiligung institutioneller Venture Capital-Investoren sichern konnten. Die Tilgung eines Venture Debt-Kredits erfolgt dann entweder endfällig oder (wohl häufiger) über die Darlehenslaufzeit. Oftmals

sind zunächst nur Zinszahlungen zu leisten, z.B. während der ersten sechs bis achtzehn Monate. Die Kreditgeber kompensieren das erhöhte Ausfallrisiko durch höhere Zinsen, verschiedene Gebührenmodelle und einen sog. "Equity Kicker" (also der Möglichkeit des Darlehensgebers zu im Vorfeld festgelegten Konditionen später eine geringe Eigenkapitalbeteiligung des Darlehensnehmers zu erlangen). Trotz des Equity Kicker ist Venture Debt nicht mit einem

"klassischen" Wandeldarlehen zu verwechseln. Während Wandeldarlehen darauf abzielen, dass der Darlehensgeber über kurz oder lang durch Einbringung seiner Darlehensforderung zu einem Gesellschafter des Darlehensnehmers wird (man kann hier bildhaft von "loans to own" sprechen), sollen Venture Debt-Kredite zurückgezahlt und gerade nicht in Eigenkapital gewandelt werden⁴.

4. Venture Debt-Finanzierungen, ihre Einsatzgebiete und Vorteile sowie mögliche Nachteile und Risiken sowie typische Regelungsinhalte werden umfassend in "OLNS#1 Venture Debt für Deutsche Technologieunternehmen" vorgestellt, der unter <https://www.orrick.com/en/Insights/2019/05/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-1-Venture-Debt-for-Tech-Companies> heruntergeladen werden kann.

2. DISTINCTION FROM CONVERTIBLE BONDS AND VENTURE DEBT

Convertible Bonds: Convertible loans need to be distinguished from convertible bonds within the meaning of sec. 221 German Stock Corporation Act (*Aktiengesetz* – *AktG*) which are backed by conditional capital in the case of German stock corporations. In the case of a convertible bond, each holder can exercise his conversion and substitution right by unilateral declaration of intent which needs

to be received and will thereby, by way of utilization of the conditional capital, acquire shares in the borrower in replacement of his loan receivable under the convertible bond. Unlike the convertible bond, a convertible loan does not require securitization as commercial paper. However, the conversion right cannot be unilaterally effected by the lender. The conversion right in case of a convertible loan

in fact needs to be contractually agreed on in detail, in particular with respect to the definition of the specific events triggering the conversion right and obligation, respectively, as well as (further) parameters of the conversion.

Venture Debt: In a nutshell: Venture debt or venture loans (hereinafter referred to as “Venture Debt”) are midterm financial debt instruments, mostly issued by certain banks and venture debt funds. It is targeted at the specific needs of high-growth young technology companies which have already secured (previously or at least simultaneously) the backing of institutional venture capital investors. Venture Debt is usually amortizing (although we also see

bullet repayments) and frequently feature interest-only periods from six to eighteen months. The lenders mitigate the higher credit risk by way of higher interest rates, various fee models and a so-called “equity kicker” (i.e., the opportunity of the lender to later acquire a small equity participation in the borrower at terms and conditions agreed in advance). Despite the equity kicker, Venture Debt should not be confused with a “traditional”

convertible loan. Convertible loans are *equity-like* instruments. They are economically designed as “loans to own”, i.e., designated to ultimately fully convert into equity of the borrower so that the lender becomes a shareholder of the borrower by contributing its repayment claim. In contrast Venture Debt shall be repaid at maturity, but not be converted into equity.⁵

5. Our OLNS#1 Venture Debt for German technology companies provides a comprehensive overview on venture debt financings, their usage, advantages as well as potential disadvantages and risks as well as customary terms and conditions. The guide can be downloaded at <https://www.orrick.com/en/Insights/2019/05/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-1-Venture-Debt-for-Tech-Companies>.

II. Vor- und Nachteile einer Finanzierung durch Wandeldarlehen

- Gerade in der Frühphase des Start-ups als Darlehensnehmers lassen sich Wandeldarlehensverträge in der Regel schneller und transaktionskostengünstiger verhandeln und umsetzen als eine (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde mit ihrer i.d.R. deutlich umfangreicheren Dokumentation.
- Ist der Darlehensgeber nicht schon Gesellschafter des Darlehensnehmers, bleibt er zunächst außerhalb des Cap Tables, was helfen kann, die Governance des Darlehensnehmers schlank zu halten.



1. VORTEILE

Zu den Vorteilen einer Finanzierung durch ein Wandeldarlehen zählen insbesondere die folgenden Aspekte.

Höhere Geschwindigkeit: Zwar sind wir in Deutschland noch weit von dem Standardisierungsgrad entfernt, wie er insbesondere in den USA durch die Finanzierung mit den sog. SAFEs (SAFE steht für "Simple Agreement for Future Equity", zu Einzelheiten siehe unten unter A.VIII.) erreicht wurde. Allerdings gilt auch hierzulande, dass Wandeldarlehensverträge deutlich weniger komplex sind und sich schneller ausarbeiten lassen als eine ausgewachsene Finanzierungsrunden-dokumentation. Letztere umfasst ja häufig allein für das sog.

"Investment Agreement" und das "Shareholders' Agreement" deutlich mehr als 50 Seiten (und das ohne die zugehörigen Anlagen wie neue Satzung, Geschäftsordnungen etc.).

Neben dem geringeren Dokumentationsaufwand rührt ein weiterer wesentlicher Zeitvorteil daher, dass sich bei Abschluss eines Wandeldarlehens Gründer und Investoren nicht über die Bewertung des Start-ups einigen müssen. Gerade in der sehr frühen Phase, in der es ja oftmals nicht viel mehr als eine Idee und vielleicht erste Umsetzungsschritte gibt, gehen die Auffassungen über die "richtige" Unternehmensbewertung häufig auseinander. Bei einem Wandeldarlehen wird dieses

im Rahmen einer zukünftigen Finanzierungsrunde in Eigenkapital des Darlehensnehmers gewandelt. Maßgeblicher Ansatzpunkt für die Anzahl der dem Darlehensgeber dann zu gewährenden Anteile ist die Bewertung dieser Runde (i.d.R. abzüglich eines Discounts und ggf. unter Beachtung von Obergrenzen). Man spricht bei der für die Wandlung maßgeblichen Runde von einer "bepreisten" Finanzierungsrunde (sog. "Priced Financing Round"). Das Wandeldarlehen erlaubt den Beteiligten daher die Frage der Unternehmensbewertung bis zu dieser Finanzierungsrunde zu verschieben, bis eine mit und von dritten Investoren validierte Bewertung vorliegt.

„[...] Dieses Dilemma löst das Wandeldarlehen zu einem gewissen Grad, denn z.B. in zwölf Monaten (wenn das neue Produkt ausgerollt wird und dann erste Zahlen vorliegen) wird eine weitere Finanzierungsrunde geplant (da das Geld aus der Convertible-Runde dann auch sowieso verbraucht ist) und die in diesem Status angesprochenen Investoren haben im Verhältnis zu heute deutlich mehr Daten, um sich im Kräftespiel mit den Gründern auf eine valide(re) Bewertung zu einigen. Ergänzend wird zumindest implizit oft unterstellt, dass die Investoren der Folgerunden, die in der Regel größere Tickets zeichnen werden, über mehr Erfahrung/Weisheit oder zumindest eine besser geschliffene Zauberkugel als die Investoren der aktuellen Runde verfügen. Ist die Größe der Runde ausreichend, um Gewicht zu haben, also eine wirklich valide Fremdobjektivierung darzustellen, geht diese Bewertung auch als Bezugsgröße für die (Wandlung der) Wandeldarlehen. Dieses uneingeschränkte, für manche Convertible-Investoren vielleicht zu weit gehende Vertrauen in die Entscheidung der zukünftigen Investoren kann wiederum durch Caps oder Floors in der Wandlung eingeschränkt werden. [...]“
(BAND, Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, 2018)

II. Advantages and Disadvantages of a Convertible Loan Financing

- Especially in the early stages of the borrowing start-up, convertible loan agreements can be negotiated and implemented more quickly and at lower transaction costs than a (equity) financing round with its usually much more comprehensive documentation.
- In case the lender is not already a shareholder of the borrower, he will initially remain outside the cap table, which can help to keep the borrower's governance lean.



1. ADVANTAGES

The particular advantages of a convertible loan financing are as follows:

Higher Speed: Although we are still a step away from achieving the same level of standardization as achieved in the United States, in particular through financing with the so-called SAFEs (SAFE is short for "Simple Agreement for Future Equity", for details see below under A.VIII.), convertible loan agreements seen in the German market are significantly less complex and can be prepared much more quickly than a fully-fledged documentation for a (equity) financing round. The latter often comprises considerably more than 50 pages only for the so-called "Investment Agreement" and the "Shareholders' Agreement"

(without taking into account the relevant annexes such as the new articles of association, rules of procedures, etc.).

In addition to the leaner documentation, another significant time advantage results from the fact that the founders and investors at the time of the conclusion of a convertible loan do not have to agree on the valuation of the start-up. Especially in the very early stages, in which not much more than a business idea and first implementation steps exist, the opinions on the "right" valuation of the company often differ. Usually, the convertible loan is converted into equity of the borrower in the context of a future financing round. The relevant basis for the

determination of the number of shares to be granted to the lender is the valuation of the start-up in this financing round (as laid out herein, generally less a discount and, as the case may be, taking into account agreed caps). The financing round relevant for the conversion is called the "Priced Financing Round". The convertible loan, therefore, enables the parties to postpone the question of company valuation until this financing round and until a valuation validated with and by third-party investors is available.

“ [...] The convertible loan solves this dilemma to a certain extent, because, e.g., in twelve months (when the new product is rolled out and the first figures are available) a further financing round will be planned (since the money from the convertible loan is used up anyway) and the investors addressed in this context have—in comparison to today—considerably more data available to reach an agreement on a (more) valid valuation with the founders. In addition, it is often implicitly assumed that the investors of the subsequent financing rounds, who will usually subscribe to larger tickets, have more experience/wisdom or at least a better polished magic ball than the investors of the current financing round. If the size of the round is sufficiently big, i.e., to represent a truly valid external objectification, this valuation also serves as reference value for the (conversion of the) convertible loans. This unrestricted confidence in the decision of future investors, which for some convertible loan investors may even go too far, can in turn be limited by way of caps or floors in respect of the conversion. [...] ”
(BAND, Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, 2018)

Geringere Transaktionskosten:

Gegenüber Eigenkapitalfinanzierungsrunden sind Wandeldarlehensfinanzierungen zumeist deutlich kostengünstiger, da:

- Keine komplette Finanzierungsrundendokumentation unter Hinzuziehung entsprechender Berater benötigt wird; und
- Wandeldarlehensverträge nach vielfach vertretener Meinung in bestimmten Fällen anders als die Finanzierungsrundendokumentation nicht der notariellen Form bedürfen (dazu unten noch im Detail in Ziffer IV).

Geringere Komplexität in der frühen Phase:

Die Gründer können mit standardisierten Wandeldarlehensverträgen mit einer Mehrzahl potentieller Investoren parallel verhandeln und mit geringem Aufwand sequentiell Mittel einwerben. Auch wenn die durch Wandeldarlehen in dieser Frühphase investierten Beträge meist eher überschaubar sind, verschafft dies den Gründern Zeit, sich auf die geschäftliche und technologische Entwicklung zu konzentrieren. Hinzu kommt, dass Wandeldarlehensgeber anders als Eigenkapitalinvestoren meist, wenn überhaupt, nur geringe Vetorechte verlangen und die Governance des Start-ups mit einem i.d.R. überschaubaren Gesellschafterkreis ("Cap Table") und oftmals noch ohne Beirat ("Advisory Board") besonders einfach und agil bleibt. Zudem findet erst mit der Wandlung des Darlehens eine Verwässerung der Gründer und etwaiger Bestandsinvestoren statt.

Attraktive Konditionen für Investoren:

Wie wir sehen werden, können sich Investoren durch Wandeldarlehen attraktive Konditionen für die spätere Wandlung sichern, etwa durch die Festlegung eines Discounts oder einer Obergrenze für die der Wandlung zugrunde zu legenden Bewertung des Darlehensnehmers. Über eine (mehr oder minder hohe) Verzinsung des Darlehensbetrages lässt sich zudem der Wandlungsbetrag erhöhen, was wiederum zu einer höheren Beteiligung des Investors nach erfolgter Wandlung führt. Sofern der Wandeldarlehensvertrag vorsieht, dass die Wandlung der Darlehensforderung abgesehen von der zu Grunde liegenden Bewertung zu den gleichen Bedingungen erfolgt, die dem Lead Investor der Folgerunde eingeräumt werden, kann sich das Warten auf eine Finanzierungsrunde auszahlen, da der Lead Investor einer solchen Runde aufgrund seiner Verhandlungsposition bisweilen günstigere Investitionsbedingungen als der Darlehensgeber erzielen kann (z.B. Liquidationspräferenzen und Verwässerungsschutz).

Vermeidung einer

Bewertungsvorgabe: Benötigt der Darlehensnehmer noch eine Zwischenfinanzierung vor der nächsten größeren Finanzierungsrunde, kann sich eine Finanzierung durch ein Wandeldarlehen statt einer direkten Eigenkapitalfinanzierung zur Schließung der Finanzierungslücke anbieten. Hierdurch kann eine Bewertung des Darlehensnehmers vermieden werden, die sonst

möglicherweise einen ungewollten psychologischen Anker für die Bewertungsdiskussionen mit den Investoren der nächsten Finanzierungsrunde setzen könnte.

Förderfähigkeit: Wie unten unter Ziffer VII. im Einzelnen ausgeführt, sind Wandeldarlehen, jedenfalls wenn sie bestimmte Kriterien erfüllen, förderfähig. So hat beispielsweise 2017 das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie im Rahmen geänderter Richtlinien zur Fortführung des Programms "INVEST-Zuschuss für Wagniskapital" auch die Bezuschussung von Wandeldarlehensfinanzierungen durch private Investoren akzeptiert. Andere Institutionen bieten an, Wandeldarlehensfinanzierungen durch Business Angels zu spiegeln, also selbst ein Wandeldarlehen zu den mit dem Business Angel vereinbarten Konditionen zu gewähren.

Lower Transaction Costs:

Compared to equity financing rounds, a convertible loan financing is usually much more cost-efficient, since:

- no full financing round documentation with the involvement of respective advisors is required; and
- according to a widely represented opinion, convertible loan agreements unlike the financing round documentation do not require notarization in certain cases (see below for details in Sec. IV).

Less Complexity in the Early

Stages: With standardized convertible loan agreements, founders are enabled to negotiate with a larger number of potential investors simultaneously and raise funds with little effort sequentially. Even if the amounts invested through convertible loans in these early stages are usually rather small, it saves founders time to focus on business and technological development. Furthermore, lenders for convertible loans in contrast to equity investors usually only request limited veto rights. In addition, due to the generally limited number of shareholders ("cap table") and often the absence of an advisory board, the governance of the start-up remains particularly simple and agile. The founders and any existing investors will also only be diluted upon conversion of the loan.

Attractive Conditions for

Investors: As we will see, investors can use convertible loans to secure attractive conditions for the subsequent conversion, e.g., by logging in a discount or a cap in respect of the borrower's valuation on which the conversion shall be based. The conversion amount can additionally be increased by agreeing on a (more or less high) interest rate in respect of the loan amount, which in turn leads to a higher participation of the investor following the conversion. In case the convertible loan agreement provides that, apart from the underlying valuation, the conversion of the loan receivable shall be effected under the same terms as those granted to the lead investor in the subsequent round, waiting for a future financing round may even pay off, since the lead investor by virtue of his negotiation position in such a financing round might achieve more favorable investment conditions than the lender of the convertible loan could have obtained (e.g., liquidation preferences and protection against dilution).

Avoiding a Benchmark for Future

Valuations: Should the borrower need an interim funding prior to its next major financing round, a financing through a convertible loan instead of a direct equity financing can be advantageous to close the financing gap. The issuance of a convertible loan would avoid a valuation of the borrower, which otherwise could possibly set an undesirable psychological benchmark for valuation discussions with the investors of the next financing round.

Eligibility for (Public) Subsidies:

As set out in detail in Sec. VII below, convertible loans are eligible for funding, at least if they meet certain criteria. For example, in 2017 the German Federal Ministry for Economic Affairs and Energy accepted the granting of subsidies for convertible loan financings by private investors by changing the guidelines for the continuation of the "INVEST" program. Other institutions offer to "mirror" convertible loan financings by business angels, i.e., to grant a convertible loan at the same conditions as offered by the business angel.

2. MÖGLICHE NACHTEILE

Zu den möglichen Nachteilen einer Finanzierung durch Wandeldarlehen gehören insbesondere die folgenden Aspekte.

Mögliche erhebliche Verwässerung der Gründer: Abhängig von den konkreten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Wandeldarlehens können die Gründer bei Wandlung u.U. stark verwässert werden. Das kann die Finanzierungsfähigkeit des Start-ups für spätere Eigenkapitalinvestoren im Extremfall negativ beeinflussen, da sich eine stark verwässerte Beteiligung kaum positiv auf die Motivation der Gründer auswirken dürfte und (im schlimmsten Fall unerfahrene) Frühphaseninvestoren eine überproportional hohe Beteiligung erlangen.

Die Verwässerung der Gründer wird dabei maßgeblich vom Wandlungsbetrag und der für die Wandlung zugrunde zu legenden Bewertung des Darlehensnehmers bestimmt (zu den Einzelheiten siehe unten unter Ziffer III.6 et seq.).

Einflussfaktoren für den **Wandlungsbetrag** umfassen beispielsweise:

- Wie hoch ist der Darlehensbetrag?
- Wie wird dieser verzinst (Zinssatz, Zinsmethode, Kapitalisierung von Zinsen) und werden etwaig aufgelaufene Zinsen mitgewandelt?

Einflussfaktoren für den **maßgeblichen Wandlungspreis** umfassen beispielsweise:

- Was ist der maßgebliche Ausgangswert (i.d.R. die Pre-Money Bewertung des Darlehensnehmers in der für die Wandlung relevanten

Finanzierungsrunde oder ein im Vorfeld festgelegter Betrag bei Laufzeitende)?

- Welcher Abschlag (Discount) wird dem Darlehensgeber auf die Bewertung in der maßgeblichen Finanzierungsrunde gewährt?
- Gibt es eine Mindestbewertung (Floor), die auch nach Abzug des Discounts nicht unterschritten wird?
- Gibt es eine Obergrenze für die Unternehmensbewertung (Cap) zu der gewandelt werden darf unabhängig davon, ob die Pre-Money Bewertung der Finanzierungsrunde (u.U. deutlich) höher liegt?

Möglicher Liquiditätsabfluss:

Gerade wenn der Wandeldarlehensvertrag nur ein Wandlungsrecht des Darlehensgebers, nicht aber eine Wandlungspflicht vorsieht, muss der Darlehensnehmer damit rechnen, das Darlehen inklusive aufgelaufener Zinsen irgendwann bedienen zu müssen. Zwar sehen die Darlehensverträge regelmäßig Regelungen vor, welche eine Geltendmachung der Darlehensforderung ausschließen, wenn dies zur Insolvenzreife des Darlehensnehmers führen würde, allerdings kann auch ein nicht zur Insolvenz der Gesellschaft führender Liquiditätsabfluss die Entwicklung des Start-ups erheblich negativ beeinflussen.

Schwächere Einflussmöglichkeiten für den Investor:

Einem Darlehensgeber, der nicht bereits Gesellschafter ist, stehen nicht die weitgehenden gesellschaftsrechtlichen Informationsrechte nach § 51a GmbHG zu. Zudem kann er als Nichtgesellschafter Beschlüsse der Gesellschafterversammlung nicht angreifen. Zwar lassen sich

Darlehensgeber regelmäßig im Darlehensvertrag mehr oder minder weitgehende Informationsrechte und (wenn auch seltener) Kontroll-/ Vetorechte für bestimmte Geschäftsführungsmaßnahmen beim Darlehensnehmer einräumen, diese bleiben aber häufig hinter dem Standard zurück, der im Rahmen einer (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde im Shareholders' Agreement üblicherweise vereinbart wird.

2. POSSIBLE DISADVANTAGES

Possible disadvantages of a financing via convertible loans include in particular the following aspects:

Possibly Considerable Dilution of the Founders: Depending on the specific economic conditions of the convertible loan, the founders may be significantly diluted in case of a conversion of the loan. In extreme cases, this may even have a negative impact on the financing capability of the start-up for later equity investors, since a

materially diluted participation is unlikely to have a positive effect on the motivation of the founders and (in a worst case, inexperienced) early-stage investors could obtain a disproportionately high participation in the start-up.

In this respect, the quantity of the dilution of the founders is primarily determined by the conversion amount and the valuation of the borrower on which the conversion is based (for details see Sec. III.6 et seq. below).

Factors affecting the **conversion amount** *inter alia* include:

- What is the amount of the loan?
- What is the interest with respect to such amount (interest rate, interest method, capitalization of interest) and will any interest accrued be converted?

Factors affecting the relevant **conversion price** *inter alia* include:

- What is the relevant starting value (generally the pre-money valuation of the borrower in the financing round relevant for the conversion or a predetermined amount at the expiration of the term)?
- What discount is granted to the lender on the valuation of the borrower in relevant financing round?
- Is there a minimum valuation (floor), which has to be observed even after deduction of the discount?
- Is there a cap for the company valuation based on which the loan can be converted regardless of whether the pre-money valuation of the company in the financing round is (considerably) higher?

Possible Loss of Liquidity:

Especially if the convertible loan agreement only provides for a conversion right for the lender, but not a conversion obligation, the borrower must expect to repay the loan amount plus accrued interest at some point in time. Though the loan agreements regularly provide for provisions which exclude the enforcement of the repayment claim if this would result in the borrower becoming insolvent, a loss of liquidity that does not lead to an insolvency of the company can also have a considerable negative impact on the development of the start-up.

Less Potential for Influence for the Investor:

A lender who is not already a shareholder is not entitled to the extensive corporate information rights pursuant to sec. 51a German Act on Limited Liability Companies (*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG*). In addition, as a non-shareholder, the lender cannot contest against resolutions of the shareholders' meeting. Although lenders request more or less extensive information and (although less often) control/veto rights for specific measures of the company's management, these rights often fall short of the standards usually agreed upon in the Shareholders' Agreement in the context of an equity financing round.

VORTEILE UND NACHTEILE EINER FINANZIERUNG DURCH WANDELDARLEHEN

AUS SICHT DER GESELLSCHAFT UND DER GRÜNDER

Im Vergleich zur Durchführung einer Eigenkapitalfinanzierung wesentlich geringere Transaktionskosten und schnellere (kurzfristigere) Umsetzbarkeit.

Die Gründer können mit einer Vielzahl von Investoren parallel und grds. unabhängig voneinander Verhandlungen führen und mit geringem Aufwand sequentiell Mittel einwerben.

Wandeldarlehen ermöglichen die Schaffung einer überschaubaren und weniger komplexen Governance Struktur (z.B. im Hinblick auf Informationspflichten, Mitspracherechte etc.).

Der schwierige Prozess der Unternehmensbewertung kann auf die nächste Finanzierungsrunde verschoben werden.

Während der Laufzeit des Wandeldarlehens findet keine Verwässerung der bestehenden Gesellschafter statt, der (rechtliche) Cap Table bleibt "sauber".

Vorteile Nachteile

Kommt es im Rahmen einer weiteren Finanzierungsrunde zu einer Wandlung, werden zusätzliche Anteile geschaffen und Altgesellschafter (zusätzlich) verwässert, obwohl kein frisches Kapital eingesammelt wird.

Sollte der Gesellschaft kein Recht auf Wandlung zustehen, können noch nicht gewandelte Darlehen in zukünftigen Finanzierungsrunden zur "Altlast" werden.

Wenn und soweit keine Wandlung erfolgt, müssen Darlehensbeträge (einschließlich aufgelaufener Zinsen) zurückgeführt werden, was zu einem Abfluss von Liquidität führt.

ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF A CONVERTIBLE LOAN FINANCING

COMPANY'S AND FOUNDERS' PERSPECTIVE

Founders can negotiate with a large number of investors in parallel and generally independent of each other and raise funds with little effort sequentially.

Compared with the consummation of an equity financing significantly lower transaction costs and faster (short-term) implementation.

During the term of the convertible loan, the existing shareholders are not diluted, the (legal) cap table remains "clean".

The difficult process of company valuation can be deferred to the next financing round.

Convertible loans allow for the establishment of a manageable and less complex governance structure (for example with respect to information obligations, consent rights, etc.).

Advantages Disadvantages

In case the company cannot request the conversion of the convertible loan, this might negatively impact future financing rounds (inherited liability).

If and to the extent no conversion occurs, the loan amounts (including interest accrued) need to be repaid, which results in a loss of liquidity.

If a conversion occurs as part of a (future) financing round, additional shares are issued and existing shareholders are (additionally) diluted, even though no additional new capital is raised.

VORTEILE UND NACHTEILE EINER FINANZIERUNG DURCH WANDELDARLEHEN

AUS SICHT DES INVESTORS

Investoren können sich durch Wandeldarlehen attraktivere Konditionen für die spätere Zeichnung von Eigenkapital sichern, etwa durch die Festlegung eines Discounts oder einer Cap bei der Wandlung.

Mitunter wird auch eine erhöhte Verzinsung des Darlehensbetrages vereinbart (wodurch sich der Wandlungsbetrag und damit die später zu zeichnenden Anteile erhöhen).

Sofern der Wandeldarlehensvertrag vorsieht, dass die Wandlung der Darlehensforderung zu jenen Bedingungen zu erfolgen hat, die auch dem Lead Investor einer folgenden Finanzierungsrunde zugestanden werden, kann sich das Warten auf eine Finanzierungsrunde auszahlen, da der Lead Investor einer solchen Runde aufgrund seiner Verhandlungsposition bisweilen günstigere Investitionsbedingungen als der Darlehensgeber erzielen kann.

Geringere Transaktionskosten (siehe oben).

Vorteile Nachteile

Vor erfolgter Wandlung hat der Investor keine Gesellschafterrechte und ist auf die im Wandeldarlehen vereinbarten Informations- und (seltener) Kontrollrechte beschränkt.

ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF A CONVERTIBLE LOAN FINANCING

INVESTORS' PERSPECTIVE

If the convertible loan agreement provides that the conversion of the loan shall be effected under the same terms as those granted to the lead investor in a subsequent financing round, waiting for a future financing round can pay off, as the lead investor by virtue of his negotiation position might achieve more favorable investment conditions than the lender.

Investors may use convertible loans to secure more attractive conditions for the subsequent subscription of equity, for example by agreeing on a discount or a cap in case of conversion.

In some cases, also a higher interest rate is agreed upon (which in turn can increase the conversion amount and, thus, the number of shares that can be subscribed later).

Lower transaction costs (see above).

Advantages Disadvantages

Prior to the effectiveness of the conversion, the investor has no shareholder rights but is limited to the information and (less often) control rights agreed under the convertible loan.

III. Wesentliche Regelungsinhalte des Wandeldarlehensvertrages

Wandeldarlehensverträge zeichnen sich dadurch aus, dass sie Elemente "klassischer" Darlehensverträge mit Regelungen zu den Wandlungsrechten und ggf. -pflichten kombinieren. Im Folgenden werden typische Regelungsinhalte vorgestellt und Tipps zur Vertragsgestaltung gegeben. Die Bandbreite der möglichen Regelungen ist dabei natürlich groß. Daher kann die folgende Darstellung keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben und muss aus Gründen der Übersichtlichkeit auch bestimmte Regelungskomplexe vereinfacht darstellen.

Teil 1 – Die darlehenstypischen Elemente

1. PARTEIEN

- Der Darlehensvertrag wird in der Praxis teilweise nur zwischen der darlehensnehmenden Gesellschaft und dem Darlehensgeber abgeschlossen (sog. bilaterale Wandeldarlehensverträge).
- Allerdings kann die Gesellschaft in der Regel die für die Umsetzung des Wandlungsrechts erforderliche Kapitalerhöhung nicht alleine herbeiführen. Hierfür ist die Mitwirkung der Gesellschafter des Darlehensnehmers erforderlich. Dies kann durch einen vorgehenden Ermächtigungsbeschluss bei einem bilateralen Wandeldarlehen geschehen. Alternativ können die Gesellschafter auch Partei des Wandeldarlehensvertrags werden und entsprechende Kooperationspflichten vertraglich übernehmen (man spricht dann von multilateralen Wandeldarlehensverträgen).



Wandeldarlehensverträge werden z.T. allein zwischen dem Start-up als Darlehensnehmer und dem darlehensgebenden Investor abgeschlossen (sog. **bilaterale Wandeldarlehensverträge**). Die Bestandsgesellschafter der Gesellschaft (z.B. die Beteiligungsgesellschaften der Gründer bzw. die Gründer selbst oder andere Investoren, die bereits Anteile an der Gesellschaft erworben haben) treten dem Darlehensvertrag dann selbst nicht als Partei bei.

Bilaterale Verträge können die Vertragsverhandlungen und den -abschluss beschleunigen, da hier nicht alle Gesellschafter des Darlehensnehmers "ins Boot geholt" werden müssen. Der Vereinfachungseffekt dieser Vorgehensweise zeigt

sich vor allem dann, wenn mehrere Wandeldarlehen in unregelmäßiger zeitlicher Abfolge und mit unterschiedlichen Frühphaseninvestoren abgeschlossen werden. Die Gesellschaft kann flexibel und entsprechend ihres Liquiditätsbedarfs agieren. Verträge können, so man sich für eine privatschriftliche Ausgestaltung entscheidet (siehe unten für weitere Details zu den Beurkundungserfordernissen im Hinblick auf Wandeldarlehensverträge), dann sprichwörtlich mehr oder weniger direkt im Anschluss an den Pitch des Start-ups unterschrieben werden (ähnlich wie es manche Investoren mit SAFE-Finanzierungen von YC-Start-ups am berühmten Demo Day praktizieren).

Die Bestandsgesellschafter aus dem Wandeldarlehensvertrag herauszuhalten, hat aber auch Nachteile. Das gilt insbesondere mit Blick auf die Wandlungskomponente. Bei der Wandlung des Darlehens werden wie wir noch sehen werden neue Anteile am Darlehensnehmer ausgegeben. Sollen diese wie im Regelfall durch eine Kapitalerhöhung neu geschaffen werden, ist hierfür ein Gesellschafterbeschluss erforderlich (§ 55 GmbHG). Mit anderen Worten, die darlehensnehmende Gesellschaft kann die Wandlungsoption im Grundsatz gar nicht alleine bedienen, es sei denn, sie ist hierzu von der Gesellschafterversammlung ermächtigt. Die Ermächtigung erfolgt durch einen nach

III. Material Terms and Conditions of a Convertible Loan Agreement

Convertible loan agreements are combining elements of “traditional” loan agreements with provisions on conversion rights and, as the case may be, conversion obligations. The following sections provide an overview on typical provisions and provide drafting tips for convertible loan agreements. The range of possible provisions is, of course, wide. Therefore, the following overview cannot be exhaustive and, for reasons of clarity, must also simplify the presentation of certain topics.

Part 1 – Elements Typical for Loans

1. PARTIES

- In practice, the loan agreement is sometimes only agreed upon by the company taking out the loan and the lender (so-called bilateral convertible loan agreements).
- However, the company can generally not effect the capital increase required for the implementation of the conversion right on its own. This requires the cooperation of the borrower's shareholders. This participation can be achieved by means of a prior resolution authorizing the capital increase in the case of a bilateral convertible loan. Alternatively, the shareholders can also become parties to the convertible loan agreement and assume corresponding cooperation obligations in the loan agreement (in this case the loan agreement is referred to as multilateral convertible loan agreement).



Convertible loan agreements are partly concluded solely between the start-up as a borrower and the investor granting the loan (so-called **bilateral convertible loan agreements**). In this case the existing shareholders of the company (e.g., the investment vehicles of the founders, the founders themselves or other investors who have already subscribed for or otherwise acquired shares in the company) do not themselves become a party to the loan agreement.

Bilateral agreements can accelerate the negotiation and conclusion of the convertible loan agreement since not all of the borrower's shareholders need to be “brought in”. The simplification effect of this procedure is particularly evident when several convertible loans are

concluded in irregular chronological order and with different early-stage investors. The company can act flexibly and in accordance with its liquidity requirements. In case the convertible loan agreement shall be concluded only in written form (see below for further details on the notarization requirements in respect of convertible loan agreements), the convertible loan agreement can then literally be signed more or less directly after the pitch of the start-up (similar to the procedure of certain investors with respect to SAFE financings of YC start-ups on the famous Demo Day).

Keeping the existing shareholders out of the convertible loan agreement, however, also brings certain disadvantages, particularly with respect to the conversion

element. As described below, in the event of a conversion, new shares in the borrower will be issued. If these new shares are to be created by a capital increase, as it is usually the case, a shareholders' resolution is required (sec. 55 GmbHG). In other words, the company taking out the loan cannot, in principle, fulfil the conversion obligation on its own unless it is authorized to do so by the shareholders' meeting. The authorization is granted by way of an authorizing resolution of the shareholders' meeting of the borrower, which, according to a largely represented opinion, must meet certain form requirements. In case a valid authorization exists, the managing director(s) of the borrower can indeed oblige the company to take a corresponding measure, which can then also be

vielfach vertretener Auffassung wohl formbedürftigen Ermächtigungsbeschluss der Gesellschafterversammlung des Darlehensnehmers. Liegt eine wirksame Ermächtigung vor, kann der Geschäftsführer die Gesellschaft zu einer entsprechenden Maßnahme verpflichten, die dann gegenüber der Gesellschaft durchsetzbar und vollstreckbar ist. Allerdings sind die Voraussetzungen an einen wirksamen Ermächtigungsbeschluss in der juristischen Literatur umstritten und von der Rechtsprechung bislang nicht abschließend geklärt (siehe dazu unten unter Ziffer IV.). Zudem relativiert das Erfordernis eines solchen Ermächtigungsbeschlusses natürlich den Vereinfachungs- und Beschleunigungseffekt des bilateralen Vertragsschlusses ein Stück weit.

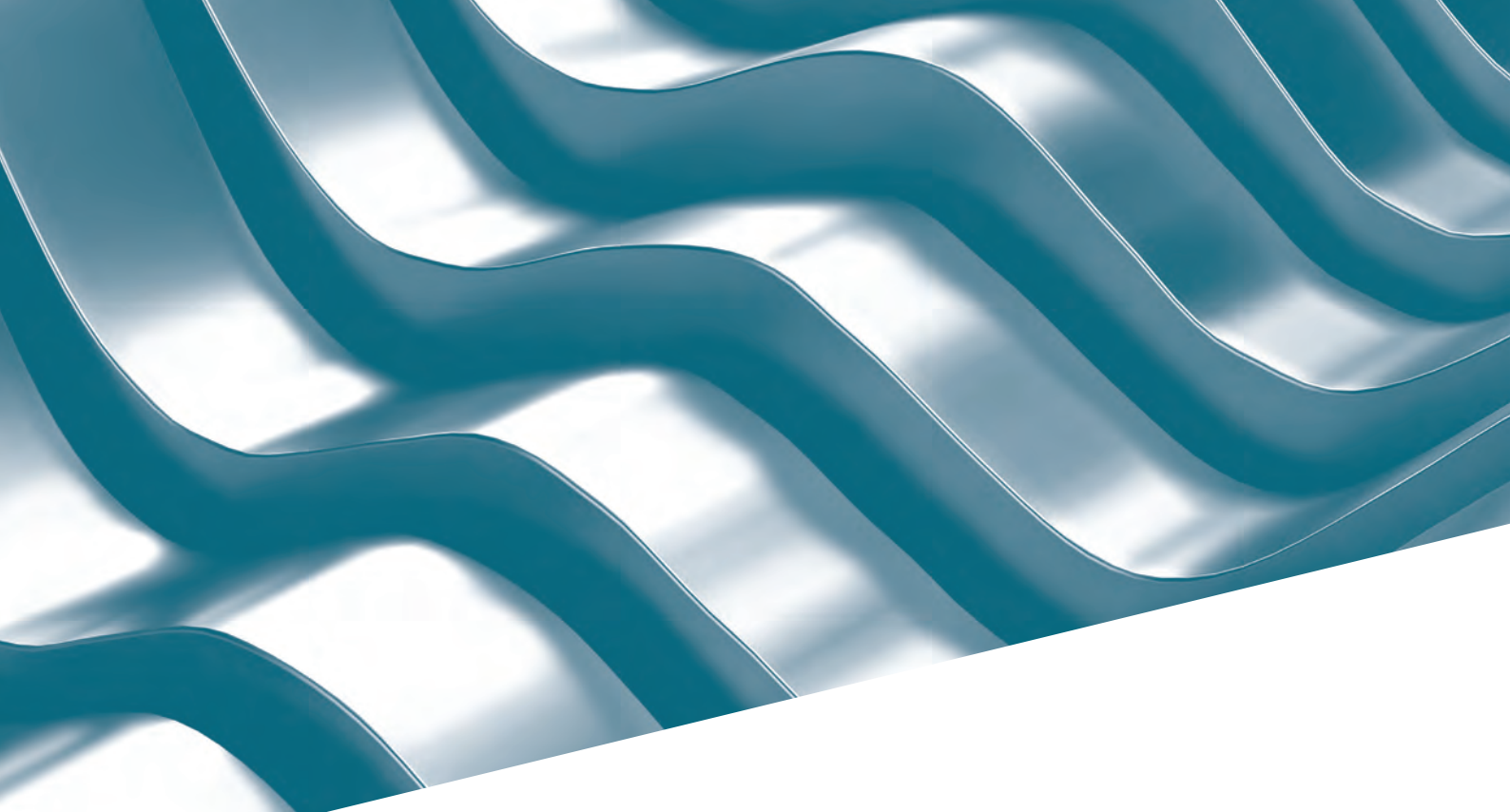
Alternativ können, ggf. auch ohne weitere Mitwirkung der Bestandsgesellschafter, eigene Geschäftsanteile oder Geschäftsanteile aus genehmigtem Kapital (§ 55a GmbHG) an den Darlehensgeber ausgegeben werden, was jedoch mit unterschiedlichen praktischen Schwierigkeiten und zeitlichen Verzögerungen verbunden sein kann, die mit der Ausgabe von Wandeldarlehen gerade vermieden werden sollen. Vordergründig scheint der Darlehensgeber

weniger schutzbedürftig, wenn bei der Gesellschaft ein genehmigtes Kapital besteht und die Geschäftsführung der Gesellschaft berechtigt ist, hieraus neue Anteile im Rahmen einer Wandlung auszugeben, die Einzelheiten der Kapitalerhöhung festzulegen und das Bezugsrecht der Bestandsgesellschafter auszuschließen. Hier ist allerdings zu bedenken, dass die Bestandsgesellschafter ein einmal geschaffenes genehmigtes Kapital jederzeit wieder aufheben können.

Vor diesem Hintergrund sehen wir in der Praxis vielfach auch sog. **multilaterale Wandeldarlehenverträge**. Hier werden die Bestandsgesellschafter direkt Partei des Wandeldarlehenvertrags und verpflichten sich, alles zu tun (insbesondere für eine Erhöhung des Stammkapitals bei "ihrer" darlehensnehmenden Gesellschaft zu stimmen), um dem Wandlungsrecht des Darlehensgebers zur Geltung zu verhelfen. In der Sache handelt es sich hierbei um einen grundsätzlich formlos zu fassenden Stimmbindungsvertrag. Diese Kooperationspflicht kann mit einer schuldrechtlichen Absicherung im

Rahmen des Darlehensvertrags kombiniert werden, wonach der Darlehensgeber für den Fall der nicht ordnungsgemäßen Umsetzung seines Wandlungsrechts wirtschaftlich (durch die Gesellschaft) so zu stellen ist, als hätte er eine entsprechende Gesellschafterstellung erlangt (also die vertragliche Vereinbarung eines auf das sog. positive Interesse gerichteten Schadensersatzanspruchs).

Für den Darlehensgeber ist darüber hinaus wichtig, dass sich die Bestandsgesellschafter entweder im Wandeldarlehenvertrag selbst oder bei einem bilateralen Wandeldarlehenvertrag durch einen außerhalb des Wandeldarlehenvertrags erfolgenden echten Vertrag zu Gunsten Dritter verpflichten, dafür Sorge zu tragen, dass auch etwaige der Gesellschaft zwischenzeitlich neu beitretende Gesellschafter entsprechende Kooperationspflichten übernehmen.



enforced against the company. However, the requirements for the effectiveness of the authorizing resolution are controversially discussed in legal literature and have not yet been finally clarified by the courts (see Sec. IV below). Moreover, the requirement for such an authorizing resolution of course minimizes the simplification and acceleration effect of a bilateral convertible loan agreement to a certain extent.

Alternatively, own shares or shares from authorized capital (sec. 55a GmbHG) can be issued to the lender, if necessary also without further participation of the existing shareholders under certain conditions. This may, however, come with various practical difficulties and time delays, which are intended to be avoided by issuing convertible loans.

At first glance, the lender appears to be less vulnerable if authorized capital exists at the company and the management of the company is authorized to issue new shares out of this in the context of a conversion, to determine the details of the capital increase and to exclude the right of existing shareholders to subscribe to the newly issued shares. In this respect it needs to be considered, however, that the existing shareholders are in a position to cancel an existing authorized capital at any time.

In light of the above, we often see so-called **multilateral convertible loan agreements**. The existing shareholders become a direct party to the loan agreement and agree to do everything (in particular to vote for an increase in the share capital of “their” company) to help the lender’s conversion right come into effect. In substance, this is a voting agreement that can generally be concluded without meeting any form requirements. This obligation to cooperate can be combined with a safeguard under the laws of obligations within the framework of the loan agreement, according

to which the lender, in the event of the improper implementation of the conversion right, shall (by the company) be economically put in the same position as he would be, had he obtained a corresponding shareholder position (i.e., the contractual agreement of a claim for damages aimed at compensation of the so-called “positive interest”).

Furthermore, it is important for the lender that the existing shareholders undertake to procure that any new shareholders joining the company in the meantime also assume corresponding cooperation obligations. This can be done either as part of the convertible loan agreement itself or, in case of a bilateral convertible loan agreement, by concluding a separate agreement in the form of a genuine contract for the benefit of third parties (*echter Vertrag zu Gunsten Dritter*) outside of the convertible loan agreement.

2. DARLEHEN, DARLEHENS AUSZAHLUNG UND VERWENDUNGSZWECK

- Die Auszahlung des Darlehens kann in einer Summe oder verteilt auf mehrere Tranchen erfolgen. Tranchen können dabei lediglich zeitlich gestaffelt sein oder vom Eintritt bestimmter Meilensteine abhängig gemacht werden. Auf die objektiv-überprüfbare Vereinbarung solcher Meilensteine ist dann besonderer Wert zu legen.
- Der Darlehensgeber wird dem Darlehensnehmer i.d.R. mehr oder minder pauschale Vorgaben zur Verwendung des Darlehens machen und häufig den Abfluss an die Gesellschafter und Bestandsinvestoren zu unterbinden suchen.



Auszahlungsvarianten: Der Wandeldarlehensvertrag legt die (maximale) Darlehensvaluta fest und regelt, wann und unter welchen Voraussetzungen diese ausbezahlt wird. Dabei sind verschiedene Gestaltungsvarianten möglich:

- In der einfachsten Gestaltungsvariante wird das Darlehen in einer Summe innerhalb einer kurzen Frist nach Abschluss des Darlehensvertrags zur Zahlung fällig.
- Möglich ist aber auch eine Auszahlung in mehreren Tranchen. Dabei können die Tranchen lediglich zeitlich gestaffelt sein und somit bei Zeitablauf ohne Eintritt weiterer Bedingungen zur Auszahlung fällig werden. Möglich ist aber auch, die Verpflichtung des Darlehensgebers zur Auszahlung der weiteren Tranchen an das Erreichen bestimmter Meilensteine zu knüpfen.

Es gibt eine Vielzahl möglicher Meilensteine, die der Darlehensnehmer erreichen muss, um eine weitere Darlehenstranche abrufen zu können, z.B.

- Technische Meilensteine wie die Fertigstellung eines Prototypen, der bestimmte Spezifikationen erfüllen muss;
- Meilensteine für die Geschäftsentwicklung, z.B. Gewinnung erster Kunden, erste Umsatzziele oder der erfolgreiche

Launch eines bestimmten Angebots oder Produkts; oder

- Meilensteine in der Personalentwicklung, z.B. dass ein CTO mit bestimmten Qualifikationen an Bord gebracht wird.

Die Vorteile einer meilensteinbasierten Auszahlung der Darlehensvaluta für den Investor liegen auf der Hand. Diese minimiert sein Risiko, ist er doch erst zur Auszahlung weiterer Tranchen verpflichtet, wenn das Unternehmen bestimmte (von diesem gewünschte) Entwicklungsschritte erfolgreich hinter sich gebracht hat. Meilensteinbasierte Auszahlmechanismen können aber auch eine Reihe von Problemen mit sich bringen:

- Meilensteine sollten einerseits hinreichend präzise sein, damit klar ist, wann der Darlehensnehmer Auszahlung verlangen kann;
- Sind Meilensteine jedoch zu präzise oder bieten nicht genug Flexibilität, können sie den Darlehensnehmer aber auch dazu bringen, seine Geschäftsentwicklung zu stark auf die Erreichung eines Meilensteins auszurichten, obwohl die Gründer aufgrund neuer Informationen zur Ansicht gelangen, dass sie das Unternehmen besser in eine andere Richtung entwickeln sollten; und
- Schließlich sollten Gründer gerade bei Wandeldarlehen in der Frühphase, die von Business

Angels ohne entsprechenden "Track Record" ausgereicht werden, überlegen, ob schwammige Meilensteinbestimmungen letztlich nicht eine Hintertür für den Investor sind, von seiner ursprünglichen Finanzierungszusage wieder Abstand zu nehmen. Kommt es später zum Streit, ist das Start-up häufig in der strukturell schwächeren Position, langfristige und kostspielige Auseinandersetzungen mit dem von Investitionsreue getriebenen Darlehensgeber wird es sich kaum leisten können; ganz abgesehen davon, dass Probleme mit einem zahlungsunwilligen Business Angel auch negative Signale für die weitere Investorensuche setzen würden.

Verwendungszweck: Der Wandeldarlehensvertrag enthält häufig Regelungen dazu, wie der Darlehensnehmer das Darlehen verwenden darf. Dabei wird es dem Darlehensgeber häufig darauf ankommen, dass das Darlehen zur weiteren Entwicklung des Darlehensnehmers zur Verfügung steht und damit die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Entwicklung des Darlehensnehmers und auch der Wert des Wandlungsrechts erhöht wird. Dagegen soll ein Liquiditätsabfluss an die Gesellschafter oder bestehende Investoren meist durch entsprechende Restriktionen im Vertrag vermieden werden.

2. LOAN, LOAN UTILIZATION AND PURPOSE OF THE LOAN

- The loan can be drawn in one or more tranches. The payout of the individual tranches can be made subject to the expiration of certain time periods only (staggered payment) or dependent on the satisfaction of certain milestones. In the latter case, particular attention must be paid to the objectively verifiable agreement of such milestones.
- The lender will usually make more or less general guidelines for the borrower's use of the loan amount and will often try to avoid a distribution or other pay-out to the shareholders and existing investors.



Utilization Options: The convertible loan agreement sets out the (maximum) loan amount as well as the conditions and timing for its pay-out. You can choose from several different contract options:

- In the simplest form, the loan amount will become due for payment in one instalment within a short period of time after conclusion of the loan agreement.
- However, it is also possible to provide for a pay-out in several tranches. The pay-out of such tranches can be made subject to the expiration of certain time periods only and thus become due for disbursement without further conditions upon expiration of such periods. It is, however, also possible to make the disbursement of further tranches dependent on the satisfaction of certain milestones.

There are a number of possible milestones available that need to be satisfied by the borrower in order to request further pay-outs of tranches under the loan agreement, e.g.:

- Technical milestones, such as the completion of a prototype that must meet certain specifications;
- Milestones with respect to the development of the company business, such as winning first customers, achieving first revenue targets, or the successful launch of a specific offering or product; or

- Milestones with respect to development of the work force, e.g., that a CTO with certain qualifications is hired.

The advantages of a milestone-based utilization of the loan amount for the investor are obvious. The investor minimizes his risk as he is only obliged to pay out further tranches once the company has successfully completed certain development steps (as set by the investor). Milestone-based pay-out mechanisms may, however, also cause a range of problems:

- Milestones should be defined sufficiently precise on the one hand so that it is clear when the borrower can demand disbursement;
- However, if milestones are defined too precisely or do not offer enough flexibility, they may also cause the borrower to focus its business development too strongly on achieving a milestone, although new information may lead the founders to believe that they should develop the business in a different direction; and
- Finally, founders, if convertible loans are granted by business angels in the early stages of a start-up, who do not have a corresponding track record, should consider whether vaguely determined milestones will ultimately not be a back door for the investor to withdraw from his original financing commitment. If a dispute should arise later, the

start-up is usually in the structurally weaker position. It will hardly be able to afford long-term and cost-intensive disputes with the lender repenting his investment; not to mention the fact that problems with a business angel being unwilling to pay also may set negative signals for the further search for investors.

Purpose of Use of Loan Amount:

The convertible loan agreement often provides for provisions on how the borrower may use the loan. On the one hand, it will often be important for the lender that the loan will be available for the further development of the borrower and, thus, the chances of a successful development of the borrower and also of the value of the conversion right are increased. On the other hand, an outflow of liquidity to the shareholders or existing investors shall usually be avoided by corresponding restrictions in the contract.

3. VERZINSUNG

- Die Zinshöhe hängt von einer Reihe von Einflussfaktoren ab, i.d.R. ist sie bei Wandeldarlehensverträgen höher als bei üblichen Bankdarlehen, aber niedriger als bei Venture Debt Finanzierungen.
- Aktuell bewegen sich im deutschen Markt Zinsen oftmals zwischen 3 und 8 % p.a.



Zinshöhe: Investitionen in der Frühphase eines Unternehmens sind immer riskant, gleich ob das Investment direkt ins Eigenkapital oder über unbesicherte Darlehen mit Wandlungsrecht erfolgt. Obwohl bei Wandeldarlehen oftmals Zinsen vereinbart werden, die über dem Niveau einer üblichen Bankfinanzierung liegen, halten sich die Zinssätze dennoch meist im moderaten Rahmen (eher selten über 8-10% p.a.). Die Risikovergütung des Darlehensgebers erfolgt auch meist weniger über eine risikoadäquate Zinshöhe als über den wirtschaftlichen Wert der Wandlungskomponente und damit der Chance, an zukünftigen Wertsteigerungen des Darlehensnehmers zu partizipieren.

Wir sehen im aktuellen deutschen Marktumfeld bei Wandeldarlehen oftmals Zinsen zwischen 3 % und 8 % p.a. Die konkrete Zinshöhe hängt dabei aber von einer Vielzahl von Faktoren ab und kann den vorgenannten Korridor natürlich auch unter- oder (seltener) überschreiten. Zu diesen Faktoren zählen z.B.:

- Zeitpunkt des Vertragsschlusses. Als Überbrückungshilfe im Vorfeld einer Eigenkapitalfinanzierungsrunde gewährte Wandeldarlehen weisen oftmals niedrigere Zinssätze auf als längerfristig gewährte Wandeldarlehen in der Frühphase;
- Konkurrenzsituation auf der Investorensseite und Finanzierungsalternativen für das Start-up; und
- Wahrscheinlicher Zeitpunkt des Wandlungsereignisses. Hier haben wir z.B. Gestaltungen gesehen, bei denen im Grundsatz ein Zinssatz von x % vereinbart wurde, das Darlehen aber als zinsfrei (oder allenfalls sehr gering verzinst) gewährt vereinbart gelten soll, wenn es innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums nach Darlehensgewährung (z.B. drei Monate) zu einem Wandlungsereignis in Form einer qualifizierten Finanzierungsrunde (dazu unten) kommt.

Zinszahlung: Um die Liquidität des Darlehensnehmers zunächst zu schonen, sind während der Darlehenslaufzeit in aller Regel keine Tilgungsleistungen zu erbringen. Das gilt sowohl für den Nominalbetrag als auch die aufgelaufenen Zinsen. Vielmehr werden endfällige Zinsen vereinbart. Bei Eintritt eines Wandlungsereignisses werden aufgelaufene Zinsen häufig mitgewandelt, so dass in diesem Fall die Gesellschaft überhaupt keine Zinszahlung zu leisten hat.

3. INTEREST

- The interest rate depends on several factors and is usually higher for convertible loan agreements than in the case of standard bank loans, but lower than in the case of venture debt financings.
- Currently, interest rates in the German market often vary between 3 – 8% p.a.



Interest Rate: Investments in the early stages of a company are always risky, irrespective of whether the investment is made directly into the equity or by way of unsecured loans with conversion rights. Although the interest rates agreed for convertible loans are often higher than the rates for a standard bank financing, the general level of the interest rate, however, usually remains within a moderate range (rarely above 8 – 10% p.a.). The risk of the lender is usually not compensated in the form of a risk-adequate interest rate but rather in form of the economic value of the conversion element and, thus, the opportunity to participate in future value increases of the borrower.

In the current German market environment, we often see interest rates between 3% and 8% p.a. for convertible loans. However, the actual interest rate depends on a number of factors and can, of course, fall short of or (less often)

exceed this aforementioned range. Such factors include, for example:

- The time of the conclusion of the convertible loan agreement. Convertible loans granted as a bridge loan prior to an equity financing round often carry lower interest rates than convertible loans granted in the early phase for a longer term;
- Competition on the investor side and financing alternatives for the start-up; and
- Likely point in time the conversion event is expected to occur. In this respect we have, for example, seen arrangements in which an interest rate of x% has been agreed in principle, but the loan has been deemed to be interest-free (or, at most, a very low interest rate) if a conversion event in the form of a qualified financing round (see

below) occurs within a very short time period after the loan was granted (e.g., within three months).

Payment of Interest: In order to preserve the borrower's liquidity for the moment, the borrower will usually not be obliged to make any payments during the term of the loan. This applies to both the nominal amount of the loan as well as for any interest accrued. Instead, interest payments are deferred until maturity. In case a conversion event occurs, accrued interest is often converted as well, so that in this case the company does not have to make any payments on interest at all.

4. LAUFZEIT UND KÜNDIGUNG

- Laufzeitregelungen richten sich insbesondere nach dem Zweck des Wandeldarlehens.
- Dient das Wandeldarlehen der Brückenfinanzierung, wird es in der Regel relativ kurzfristig gewährt (z.B. sechs Monate), hat es stärker finanzierenden Charakter in der Frühphase, sind Laufzeiten zwischen 12 und 24 Monaten nicht ungewöhnlich.



Die Laufzeit des Wandeldarlehens richtet sich insbesondere nach seinem Zweck. Reine Brückenfinanzierungen haben in der Regel kürzere Laufzeiten von oftmals um die sechs Monate, während Wandeldarlehen mit einem stärkeren Finanzierungscharakter längere Laufzeiten von 12 bis 24 Monaten aufweisen, teilweise auch mehr. Gründer sind gut beraten, die Darlehenslaufzeiten gerade bei Brückenfinanzierungen nicht zu kurz zu vereinbaren, da sich erfahrungsgemäß Verhandlungen über Finanzierungsrunden oftmals länger hinziehen als erwartet. Zudem bergen zu kurz bemessene Vertragslaufzeiten auch das Risiko, dass die Gründer zu viel Zeit auf die Verlängerung oder

Neuverhandlung bestehender Wandeldarlehensverträge aufwenden (müssen) und darunter das operative Geschäft und das sonstige Fundraising leiden.

Der Wandeldarlehensvertrag wird die ordentliche Kündigung bis zum Laufzeitende ausschließen, wobei die jederzeitige Kündigung aus wichtigem Grund unberührt bleibt. Sofern der Wandeldarlehensvertrag Beispiele für zur Kündigung berechtigende wichtige Gründe aufzählt, können dies z.B. sein:

- Zahlungsverzug;
- Nicht vertragsgemäße Verwendung des Darlehens, insbesondere Verstoß gegen den vereinbarten Verwendungszweck;

- Insolvenz des Darlehensnehmers oder wesentliche Verschlechterung in den Vermögensverhältnissen des Darlehensnehmers (wobei teilweise in der Beratungspraxis empfohlen wird, das Kündigungsrecht nach § 490 BGB wegen Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Darlehensnehmers aufgrund der Besonderheiten bei Start-ups auszuschließen); oder
- Verletzung der im Wandeldarlehensvertrag getroffenen vertraglichen Zusagen.

4. TERM AND TERMINATION

- The term of a convertible loan depends in particular on its purpose.
- If the convertible loan is used as a bridge loan, it is usually granted for a relatively short term (e.g., for six months). In case it is rather used for financing purposes during the early stages of a start-up, terms between 12 and 24 months are not unusual.



The term of the convertible loan depends, in particular, on its purpose. Pure bridge financing usually has shorter terms of around six months. Convertible loans with a stronger financing purpose often have longer terms of 12 – 24 months, sometimes also longer. Founders are well advised not to agree to terms being too short, especially in case of bridge financings. Experience has shown that negotiations on financing rounds often take longer than originally expected. In addition, excessively short contract terms also entail the risk that the founders will have to spend too much time on the extension or renegotiation of existing convertible loan agreements and that the operating business and other fundraising will suffer as a result.

In this case, the possibility to ordinarily terminate the convertible loan agreement will be excluded until the expiration of the term of the convertible loan, provided that a termination for good cause at any time remains unaffected. If the loan agreement includes examples of causes entitling the lender to terminate the agreement for good cause, this may include *inter alia* the following:

- Payment default;
- Non-contractual use of the proceeds of the loan, in particular use of loan amount in violation of agreed purpose;
- Insolvency of the borrower or significant deterioration in the borrower's financial circumstances (whereby it is sometimes

recommended to exclude the right of termination due to a deterioration in the borrower's financial circumstances according to sec. 490 German Civil Code (*Bürgerliches Gesetzbuch – BGB*) due to the special circumstances of start-ups); or

- Violation of any representations, warranties or undertakings pursuant to the convertible loan agreement.

5. RANGRÜCKTRITT

- Wandeldarlehensverträge sehen regelmäßig Rangrücktritte vor, um einerseits eine handelsbilanzielle Behandlung als Fremdkapital zu vermeiden und andererseits die Darlehensverpflichtung im insolvenzrechtlichen Überschuldungsstatus unberücksichtigt lassen zu können.
- Bei der Ausgestaltung des Rangrücktritts ist darauf zu achten, dass dieser nicht unbeabsichtigt negative Steuerfolgen auslöst.



Ein Wandeldarlehen sollte unbedingt einen sauber formulierten Rangrücktritt enthalten. Mit einem solchen Rangrücktritt sagt der Wandeldarlehensgeber zu, dass seine Forderungen aus dem Wandeldarlehensvertrag (also Hauptforderung und alle hierauf künftig anfallenden Zinsen und sonstigen Nebenforderungen, man spricht hier zusammenfassend oft von "Nachrangforderung") im Rang hinter die Forderungen aller gegenwärtigen und zukünftigen Gläubiger des Darlehensnehmers zurücktreten sollen. Konkret wird für die Nachrangforderung der Nachrang im Insolvenzverfahren gemäß §§ 19 Abs. 2 Satz 2, 39 Abs. 2 InsO nach den in § 39 Abs. 1 Nr. 1 bis 5 InsO bezeichneten Forderungen vereinbart. Außerhalb eines Insolvenzverfahrens sind Zahlungen auf die Nachrangforderung lediglich aus einem künftigen Jahresüberschuss, Bilanzgewinn, Liquidationsüberschuss oder aus einem sonstigen (die Schulden übersteigenden) freien Vermögen des Darlehensnehmers zu leisten.

Der qualifizierte Rangrücktritt hat zwei Zielrichtungen:

- Es soll sichergestellt werden, dass die Nachrangforderung bei der Frage, ob eine insolvenzrechtliche Überschuldung des Darlehensnehmers vorliegt, im sog. Überschuldungsstatus außer Acht gelassen werden kann. Hierfür ist ein "qualifizierter" Rangrücktritt erforderlich. Dieser zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass ein Nachrang im Sinne der §§ 19 Abs. 2 Satz 2, 39 Abs. 2 InsO vereinbart wird und sich der Regelungsbereich der Rangrücktrittsvereinbarung sowohl auf den Zeitraum vor Insolvenzeröffnung (als sogenannte Zahlungssperre) als auch auf die Zeit nach Insolvenzeröffnung erstreckt.
- Andererseits soll vermieden werden, dass das Wandeldarlehen steuerbilanziell als Eigenkapital behandelt wird.

Auf die Formulierung des Rangrücktritts ist sorgfältig zu achten. So ist z.B. sicherzustellen, dass der Rangrücktritt aus Sicht des Steuerrechts nicht als Verzicht auf die Nachrangforderung zu werten ist bzw. zu einem Passivierungsverbot des Wandeldarlehens in der Steuerbilanz nach § 5a Abs. 2 EStG führt. Beides kann ggf. negative Steuerfolgen haben. Bei geeigneter Formulierung können diesbezügliche Steuerrisiken ausgeschlossen werden.

5. SUBORDINATION

- Convertible loan agreements regularly provide for subordinations in order, on the one hand, to avoid being treated as debt in the commercial balance sheet and, on the other hand, to be able to disregard the loan obligation in the over-indebtedness status pursuant to insolvency laws in case of an insolvency proceedings.
- When drafting the subordination clause, it is important to ensure that it does not unintentionally trigger negative tax consequences.



A convertible loan should, in any case, include a well worded subordination clause. Pursuant to such a clause, the lender agrees that his claims under the convertible loan agreement (*i.e.*, the principal claim for repayment of the loan amount and all accruing future interest and other ancillary claims thereon, such claims are together usually defined as “subordinated claim”) shall be subordinated to the claims of all current and future creditors of the borrower. In practice it is agreed that the subordinated claim shall in case of insolvency proceedings be subordinated to the claims specified in sec. 39

para. 1 no. 1 to 5 Insolvency Code (*Insolvenzordnung – InsO*) pursuant to sec. 19 para. 2 sentence 2, 39 para. 2 InsO. Outside of an insolvency proceeding, payments on the subordinated claim are only permissible from a future annual net profit, balance sheet profit, liquidation surplus or from any other free assets of the borrower (exceeding the debt).

The qualified subordination has two goals:

- On the one hand, it shall be ensured that the subordinated claim can be disregarded in the so-called over-indebtedness status of the company when it comes to the question of determining whether the borrower is over-indebted pursuant to insolvency laws. This requires a “qualified” subordination clause. This is characterized mainly

by the fact that a subordination within the meaning of sec. 19 para. 2 sentence 2, 39 para. 2 InsO is agreed upon and that the scope of the subordination agreement extends both to the period before (as so called payment stop) and to the period after the opening of insolvency proceedings.

- On the other hand, it shall be avoided that the convertible loan be qualified as equity for purposes of tax accounting.

Careful consideration must be given to the wording of the subordination clause. For example, it should be ensured that the subordination cannot be classified as a waiver of the subordinated claim or that the payment obligation under the convertible loan is not derecognized as a liability in the tax balance sheet in accordance with sec. 5a para. 2 Income Tax Act (*Einkommensteuergesetz – EStG*). Both scenarios could lead to negative tax consequences. If the subordination is drafted diligently, tax risks should be avoidable, however.

Teil 2 – Die Regelungen zur Wandlung

6. WANDLUNGSEREIGNISSE

- Wandlungsrechte und -pflichten knüpfen in der Regel an bestimmte Wandlungsereignisse an.
- Wandlungsereignisse können dabei ereignisbezogen, bezogen auf eine (qualifizierte) Eigenkapitalfinanzierungsrunde und ggf. einen Exit, oder zeitpunktbezogen sein, i.d.R. die Wandlung nach Ablauf der Festlaufzeit.



Überblick: Die Wandlung wird vom Eintritt eines bestimmten Ereignisses, dem sog. **Wandlungsereignis**, abhängig gemacht. Wandlungsereignisse können dabei je nach Ausgestaltung des Wandeldarlehens sowohl ein Wandlungsrecht wie auch eine Wandlungspflicht auslösen. In der Praxis sehen wir regelmäßig folgende Wandlungsereignisse:

- Durchführung einer Eigenkapitalfinanzierungsrunde beim Darlehensnehmer, welche i.d.R. bestimmte Kriterien erfüllen muss ("**Wandlungsrunde**");

- Verkauf der Mehrheit der Anteile an der Gesellschaft oder des von ihr betriebenen Unternehmens an einen Dritten ("**Exit**"); und
- Nichteintritt eines sonstigen Wandlungsereignisses bis zu einem bestimmten Datum, i.d.R. das vertraglich vereinbarte Laufzeitende für die Darlehensgewährung.

Denkbar sind aber auch andere Wandlungsereignisse, bspw. das Erreichen bestimmter Kennzahlen oder die erfolgreiche Registrierung eines angemeldeten Patents. Seltener sind jederzeitige freie Wandlungsrechte oder sogar -pflichten.

Bei einer Wandlung im Rahmen einer Wandlungsrunde oder eines Exits kann man – wie wir noch im Einzelnen sehen werden – als Anknüpfungspunkt für die der Wandlung zu Grunde zu legende Bewertung des Darlehensnehmers auf extern validierte Werte zurückgreifen, also bei der Wandlungsrunde auf die mit den Neuinvestoren verhandelte Pre-Money Bewertung des Darlehensnehmers und den mit dem Käufer verhandelten Kaufpreis für den Darlehensnehmer beim Exit. Solche externen Bezugsquellen fehlen bei den anderen Wandlungsereignissen und müssen entsprechend durch geeignete Regelungen im Wandeldarlehensvertrag ersetzt werden.

Part 2 – Terms and Conditions on Conversion

6. CONVERSION EVENTS

- Conversion rights and obligations are generally linked to certain conversion events.
- Conversion events can either relate to an actual event, usually a (qualified) equity financing round or an exit, or to specific point in time, usually the conversion at the time of the expiration of the fixed term.



Overview: The conversion is made dependent on the occurrence of a certain event, the so-called **conversion event**. Depending on the specific terms and conditions of the convertible loan, conversion events can trigger either a conversion right and/or a conversion obligation. In practice, we regularly see the following conversion events:

- Consummation of an equity financing round at the borrower, which usually has to meet certain criteria ("**Conversion Round**");
- Sale of the majority of the shares in the Company or the undertaking operated by it to a third party ("**Exit**"); and
- Non-occurrence of other conversion events until a certain defined date, usually the contractually agreed maturity date of the convertible loan.

However, also other conversion events can be agreed, e.g., the achievement of certain key performance indicators or the successful registration of a patent application. Unconditional conversion rights or even conversion obligations that can be exercised at any time are less common.

In case of a conversion within the context of a Conversion Round or an Exit it is possible – as will be shown in more detail further on – to use externally validated values as a starting point for the valuation of the borrower on which the conversion is to be based, i.e., the pre-money valuation of the

borrower negotiated with the new investors for the Conversion Round and the purchase price for the borrower negotiated with the buyer in case of an Exit. Such external sources are not available for other conversion events and need to be replaced by appropriate provisions in the convertible loan agreement.

Wandlung im Rahmen einer

Wandlungsrunde: Dies ist der "klassische" Fall der Wandlung. Im Vorfeld einer Finanzierungsrunde gewährte Wandeldarlehen werden in der Wandlungsrunde gewandelt. In der Frühphase gewährte längerfristige Wandeldarlehen werden gewandelt, jetzt wo mit der Wandlungsrunde eine von Drittinvestoren validierte Bewertung des Darlehensnehmers vorliegt, auf die sich Darlehensgeber und -nehmer vielleicht vor der Wandeldarlehensgewährung nicht einigen konnten.

Wandeldarlehensverträge sehen i.d.R. mehr oder minder detaillierte Kriterien vor, welche die Wandlungsrunde erfüllen muss,

um Wandlungsrechte und/oder Wandlungspflichten zu begründen. Hierzu zählen insbesondere:

- Die Wandlungsrunde muss ein bestimmtes Mindestvolumen haben;
- Das Mindestvolumen muss in "frischem Eigenkapital" bestehen, also nicht z.B. in weiteren Mezzanine-Finanzierungen und auch vom Darlehensgeber und ggf. anderen Investoren gewährte Darlehen, die jetzt im Rahmen der Wandlungsrunde eingebracht werden, werden vielfach nicht auf das Mindestvolumen angerechnet; und/oder
- Die Finanzierung muss jedenfalls teilweise von neuen Investoren stammen.

Durch solche Anforderungen an die Wandlungsrunde soll verhindert werden, dass die Bestandsgesellschafter selbst eine Wandlungsrunde mit für den Darlehensgeber ungünstigen Konditionen für seine Wandlung "strategisch" herbeiführen. Auch soll der Darlehensgeber nicht vorschnell ins Eigenkapital wandeln dürfen, wenn nicht durch eine bestimmten Mindestkriterien entsprechende Eigenkapitalfinanzierung eine gewisse Indikation für die weitere erfolgreiche Entwicklung des Darlehensnehmers vorliegt.

Wandlung im Vorfeld

eines Exit: Bisweilen sehen Wandeldarlehensverträge auch ein Wandlungsrecht des Darlehensgebers (seltener sind hier Wandlungspflichten) für den Fall eines Exits beim Darlehensnehmer während der Darlehenslaufzeit vor. Als "Exit" in diesem Sinne gelten häufig die Veräußerung einer (ggfs. qualifizierten) Mehrheitsbeteiligung am Darlehensnehmer, die Börseneinführung seiner Anteile oder die Veräußerung seiner gesamten oder jedenfalls seiner wesentlichen Vermögenswerte. Dem Darlehensgeber wird dann häufig das Recht eingeräumt, seinen Anspruch auf Rückzahlung der Darlehensvaluta und aufgelaufener Zinsen unmittelbar vor Durchführung des Exits in Anteile am Darlehensnehmer zu der dem Exit zugrundeliegenden Unternehmensbewertung des

Darlehensnehmers abzüglich eines vereinbarten Abschlags von häufig 15-25% zu wandeln.

Allerdings bedeutet eine solche Wandlung auch eine gewisse zusätzliche Komplexität für den geplanten Exit selbst. Wie wir sehen werden, erfordert die Wandlung eine Kapitalerhöhung und nimmt eine gewisse Zeit in Anspruch. Das kann zu Problemen mit dem einer anderen Dynamik folgenden Exitprozess führen. Das gilt insbesondere für den Fall, in dem der Darlehensgeber noch kein Gesellschafter des Darlehensnehmers und daher vielfach bislang nicht im Exitprozess eingebunden ist, aber nunmehr kurz nach seiner Wandlung seine Beteiligung im Rahmen des Exits an den Erwerber des Darlehensnehmers veräußern soll, vielleicht auf Grundlage eines

komplexen und ihm bislang nicht bekannten Vertragswerks.

Um diesen Bedenken zu begegnen, gleichzeitig aber dem Darlehensgeber als Mezzanine-Investor ein Stück weit am Upside des Exits partizipieren zu lassen, kann man statt eines Wandlungsrechts vorsehen, dass der Darlehensgeber im Falle eines Exits sein Darlehen und die aufgelaufenen Zinsen multipliziert mit einem bestimmten Faktor X zurück erhält. Der Darlehensgeber erhält also keine neuen Anteile, mit denen er am Exit teilnehmen könnte, aber wird durch einen höheren Zahlungsanspruch unter dem Wandeldarlehensvertrag hierfür wirtschaftlich (jedenfalls teilweise) kompensiert.

Conversion in the Context of a Conversion Round:

This is the “classic” case of a conversion. Convertible loans granted prior to a financing round are converted in the Conversion Round. Longer-term convertible loans granted in the early stages are converted, now that in connection with the Conversion Round a valuation of the borrower validated by third-party investors exists, which the lender and borrower may not have been able to agree upon before the convertible loan was granted.

Convertible loan agreements generally provide for more or less detailed requirements which the Conversion Round must satisfy in order to constitute conversion rights and/or conversion

obligations. These include in particular:

- The Conversion Round must have a certain minimum volume;
- The minimum volume must consist of “fresh equity capital”, i.e., not of further mezzanine financings. Despite that, the loans granted by the lender and, as the case may be, other investors, which now are contributed during the Conversion Round, shall often not be counted towards the minimum volume; and/or
- At least part of the financing shall originate from new investors.

The purpose of such requirements for the Conversion Round is to prevent the existing shareholders themselves from “strategically” initiating a Conversion Round with conditions which are unfavorable for the lender and his conversion. Also, the lender shall not be able to convert prematurely into equity unless there is a certain indication for the further successful development of the borrower by further equity financing meeting certain minimum criteria.

Conversion in the Run-up to an Exit:

Sometimes, convertible loan agreements also provide for a conversion right for the lender (conversion obligations are less often seen here) in the event of an Exit at the borrower during the term of the loan. An “Exit” is often defined as the sale of a (qualified, as the case may be) majority of shares of the borrower, the initial public offering of the borrower’s shares on a stock exchange or the sale of all or at least a material part of the borrower’s assets. In this case, the lender is then often entitled to, immediately prior to the Exit, convert his claim for repayment of the loan amount and accrued interest into shares of the borrower for the borrower’s business valuation on which the Exit is based, less an agreed discount of often around 15 – 25%.

However, such a conversion also increases the complexity of the planned Exit to a certain extent. As we described below, the conversion requires a capital increase and takes some time. This can lead to problems with the Exit process which follows a different dynamic. This particularly applies for the case where the lender is not yet a shareholder of the borrower and, therefore, often has not been involved in the exit process so far, but now shortly after his conversion shall sell his participation to the acquirer of the borrower, perhaps on the basis of a complex and yet unknown agreement.

In order to meet these concerns while at the same time allowing the lender as mezzanine investor to participate to some extent in the upside of the Exit, it can be agreed that in case of an Exit the

lender shall, instead of a conversion right, receive back his loan plus accrued interest multiplied by a certain factor X. Accordingly, the lender does not receive any new shares enabling him to participate in the Exit, but is economically (at least partially) compensated for this by means of a higher payment claim under the convertible loan agreement.

Wandlung bei Laufzeitende:

Wie bereits ausgeführt ist ein Wandeldarlehen in aller Regel nicht auf eine Rückzahlung angelegt, sondern der Mezzanine-Investor soll dies über kurz oder lang in Eigenkapital des Darlehensnehmers wandeln. Kommt es also während der Laufzeit des Wandeldarlehens nicht zu einer Wandlungsrunde oder einem Exit und ist der Darlehensnehmer vor Laufzeitende nicht in Insolvenz geraten, stellt sich die Frage, was mit dem Darlehen bei Laufzeitende geschehen soll. Der Darlehensnehmer wird vielfach nicht über die Mittel verfügen, um Darlehensvaluta und aufgelaufene Zinsen einfach zu tilgen. Der Darlehensgeber wiederum wird vielleicht weniger enthusiastisch sein, seinen Rückzahlungsanspruch in Anteile am Darlehensnehmer

zu tauschen. Auch wenn das natürlich immer vom konkreten Fall abhängt, sprechen ausgebliebene Wandlungsrunde und fehlender Exit über einen im Lebenszyklus eines Start-ups ja nicht unbeachtlichen Zeitraum oftmals nicht für eine besonders dynamische Entwicklung des Darlehensnehmers und seiner Bewertung. Vor diesem Hintergrund sehen wir in der Praxis daher häufig bei Laufzeitende lediglich ein Wandlungsrecht des Darlehensgebers. Dieser kann dann zwischen Wandlung oder Rückzahlung entscheiden; auch wenn man nicht übersehen darf, dass vielfach der Geltendmachung des Rückzahlungsanspruchs bei Laufzeitende der vom Darlehensgeber eingeräumte qualifizierte Rangrücktritt entgegenstehen wird.

Bei einer solchen Wandlung bei Laufzeitende sind zudem u.U. steuerliche Risiken für die Gesellschaft zu beachten. Verfügt der Darlehensnehmer nicht über die erforderliche Liquidität für eine Rückzahlung des Wandlungsbetrags, ist die Forderung auf Darlehens- und Zinstilgung, die der Darlehensgeber an die Gesellschaft abtritt, also nicht oder jedenfalls nicht voll werthaltig, wird dies einen steuerpflichtigen Ertrag auf Ebene des Darlehensnehmers nach sich ziehen.

Wandlungsrecht und

Wandlungspflicht: In der Praxis finden sich häufig Kombinationen aus Wandlungspflichten und -rechten. Dies ist oftmals auch interessengerecht.

- Zum einen muss der Wandeldarlehensgeber berechtigt sein, seinen Rückzahlungsanspruch im Rahmen einer zeitlich nachgelagerten Finanzierungsrunde in Eigenkapital zu wandeln, um an der Wertsteigerung als Eigenkapitalgeber zu partizipieren. Wie bereits ausgeführt liegt für ihn der wirtschaftliche Wert seines Engagements nicht in der Verzinsung seines Rückzahlungsanspruchs

(angesichts des oftmals sehr hohen Ausfallsrisikos sind die im Venture Capital-Bereich verlangten Zinsen meist für sich genommen nicht risikoadäquat), sondern in der Wandlungskomponente.

- Zum anderen besteht aus Sicht der darlehensnehmenden Gesellschaft gleichfalls ein Interesse, eine Wandlung des Rückzahlungsanspruchs (inklusive ggf. aufgelaufener Zinsen) verlangen zu können, um die weitere Finanzierbarkeit des Start-ups nicht zu gefährden. Investoren in zukünftigen Finanzierungsrunden werden i.d.R. auf eine (zeitnahe) Wandlung bestehen. Andernfalls

bestünde für sie neben dem Risiko einer zukünftigen Verwässerung (wenn später eine Wandlung erfolgt) auch die Gefahr, dass ihre in der Gesellschaftervereinbarung regelmäßig vorgesehenen Liquidationspräferenzen unterlaufen werden könnten. Das Wandeldarlehen ist ja ein insoweit strukturell vorrangiges Fremdkapitalinstrument.

Conversion at Maturity Date: As already mentioned, a convertible loan is usually not designated to be repaid, but the mezzanine investor is to convert the repayment claim into equity of the borrower sooner or later. In the event that no Conversion Round or Exit during the term of the convertible loan has occurred and the borrower has not become insolvent before the expiration of the term, the question arises as to what should happen to the convertible loan at the expiration of the term. Often the borrower will not have sufficient funds available to simply repay the loan amount and accrued interest. The lender, in turn, may be less enthusiastic to exchange his repayment claim for shares in the borrower. Even though this, of course, always depends on the specific case at hand, the absence

of a Conversion Round or an Exit during a period that is usually not insignificant in the life cycle of a start-up often does not indicate a particularly dynamic development of the borrower and his valuation. Against this background, in practice, we therefore frequently see a conversion right only for the lender at the expiration of the term. The lender can, thus, decide between conversion or repayment; although it needs to be considered that in many cases the qualified subordination granted by the lender will prevent the assertion of the repayment claim at the expiration of the term.

In case of such a conversion at the end of term, tax risks for the company should also be taken into account. If the borrower does not have the necessary liquidity to repay the conversion amount, the claim for repayment of the loan and interest, which the lender assigns to the Company, is not or in any case not fully recoverable, which will result in taxable extraordinary income at the borrower level.

Conversion Right and Conversion Obligation: We often see combinations of conversion obligations and rights in practice, which often is in line with the interests of all parties.

- On the one hand, the convertible lender must be entitled to convert his repayment claim into equity in the context of a subsequent financing round to participate in a value increase as equity provider. As already laid out, the economic value of the lender's commitment is not

associated with the interest on his repayment claim (considering the often very high default risks, the interest rates asked for in the venture capital sector are not risk-adequate), but in the conversion element.

- On the other hand, from the point of view of the borrowing company there is also an interest in being able to demand a conversion of the repayment claim (including any accrued interest, as the case may be) to avoid jeopardizing the further

financing options of the start-up. Investors in future financing rounds will generally insist on a (timely) conversion. Otherwise, in addition to the risk of future dilution (if a conversion occurs later), they would be exposed to the risk that their liquidation preferences regularly provided for in the shareholders' agreement could be undermined. The convertible loan is, in this respect, a structurally prioritized debt instrument.

7. BERECHNUNG DER ANZAHL NEUER ANTEILE

- Maßgeblich für die Anzahl der an den Darlehensgeber auszugebenden neuen Anteile ist die Höhe des Wandlungsbetrags und der Preis für die neu auszugebenden Anteile.
- Im Hinblick auf den Wandlungsbetrag ist festzulegen, ob das Wandeldarlehen im Falle der Wandlung verzinst werden soll und ob dann die aufgelaufenen Zinsen mitgewandelt werden sollen, also den Wandlungsbetrag erhöhen.
- Für den Anteilspreis ist zu unterscheiden zwischen der Wandlung im Rahmen einer Wandlungsrunde oder bei Laufzeitende. Für letztgenannte ist eine Bewertung festzulegen, für erstgenannte dient die Bewertung der Wandlungsrunde als Aufsatzpunkt. Hierauf wird dem Darlehensgeber regelmäßig ein Abschlag gewährt. Zudem können Ober- und ggf. Untergrenzen festgelegt werden.



Wie viele Anteile werden

ausgegeben? Ebenso wichtig

wie die Frage nach der Auslösung eines Wandlungsrechts bzw. einer Wandlungspflicht ist die der Wandlung zugrunde liegende Bewertung der Gesellschaft. Hieraus ergibt sich der Wandlungspreis, der bestimmt, wie viele Anteile am Darlehensnehmer der Darlehensgeber für die Wandlung seiner Forderung erhält.

Wenn das Wandeldarlehen die Funktion einer sehr kurzfristigen Überbrückungsfinanzierung hat, die Durchführung einer Finanzierungsrunde also sehr zeitnah zu erwarten ist, könnte sich eine Wandlung an den (dann meist bereits absehbaren) wirtschaftlichen Konditionen der bevorstehenden Finanzierung orientieren. Dann könnte der Rückzahlungsanspruch also insbesondere zum Preis der Finanzierungsrunde (allenfalls mit einem kleinen Abschlag) gewandelt werden.

Etwas komplizierter wird es, wenn eine (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde nicht unmittelbar ansteht, und die Finanzierung über ein Wandeldarlehen, z.B. in der Frühphase des Start-ups, allein aus Vereinfachungs- und aus Kostengründen gewählt wird, die Parteien tatsächlich aber bei

wirtschaftlicher Betrachtung eine von der nächstfolgenden Finanzierungsrunde unabhängige Eigenkapitalfinanzierung nachbilden wollen oder sich auf kein gemeinsames Bewertungsszenario einigen können.

In solchen Fällen wird dann das Wandeldarlehen regelmäßig mit einem Abschlag (Discount) auf den Ausgabepreis der nächstfolgenden Finanzierungsrunde in Eigenkapital gewandelt. Durch den Discount erhält der Wandeldarlehensgeber verhältnismäßig mehr Anteile an der Gesellschaft als der Investor, der im Rahmen der Wandlungsrunde in das Unternehmen investiert. Durch diese Form des "Equity Kickers" wird dem höheren Risiko des früher und in der Regel unter mehr Unsicherheit in das Start-up investierenden Darlehensgebers Rechnung getragen. Die Höhe des Bewertungsabschlags hängt wiederum von einer Reihe von Faktoren ab, z.B.

- Entwicklungsstand des Unternehmens;
- allgemeines und besonderes Marktumfeld;
- die Nachfrage auf Investorensseite; sowie
- die Laufzeit des Wandeldarlehens.

Insbesondere letztgenannter Punkt

kann für Investoren in der Frühphase des Start-ups von besonderer Bedeutung sein. So argumentiert beispielsweise der BAND, dass in einer solchen Phase oftmals die Bewertung des Start-ups um mehr als 40% p.a. steigen wird.

In der Praxis sah man lange Abschläge zwischen 15 bis 25 % (seltener mehr) gegenüber der Bewertung der Wandlungsrunde. Nach unserer Einschätzung gingen die Bewertungsabschläge im allgemein recht günstigen Finanzierungsumfeld der letzten Jahre aber tendenziell zurück, so dass wir in unserer Beratungspraxis in Deutschland in jüngerer Vergangenheit eher Abschläge von teilweise nur 10% und eher selten mehr als 20% sehen. Ob sich dieser Trend vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in naher Zukunft wieder umkehren wird, bleibt abzuwarten. Eine Möglichkeit für Gründer und Bestandsinvestoren die Verwässerung durch einen zu hohen Abschlag auf den Preis der Wandlungsrunde zu vermeiden, ist die Vereinbarung von Untergrenzen für den Wandlungspreis (sog. *Valuation Floor* oder kurz *Floor*, dazu unten).

7. CALCULATION OF THE NUMBER OF NEW SHARES

- The number of new shares to be issued to the lender is determined by the conversion amount and the price for the new shares to be issued.
- With regard to the conversion amount it must be determined whether interest is to be paid on the convertible loan in the event of conversion and, if this is the case, whether the interest accrued is then to be converted as well, *i.e.*, increases the conversion amount.
- With respect to the share price, a distinction must be made between conversion within the context of a Conversion Round and a conversion at maturity. For the latter, a valuation must be defined; for the former, the valuation of the Conversion Round serves as the basis. The lender is regularly granted a discount hereon. In addition, caps and, as the case may be, floors can be defined.



How many Shares are Being Issued?

Just as important as the question about the triggering event for a conversion right is the valuation of the company constituting the basis of the conversion. This results in the conversion price, which is decisive for the determination of how many shares the lender shall receive for the conversion of his claim.

If the convertible loan has the purpose of very short-term bridge financing, *i.e.*, the execution of a financing round is expected to happen very soon, a conversion could be based on the (usually already foreseeable) economic conditions of the forthcoming financing. The repayment claim could then in particular be converted at the price of the financing round (if at all, with a small discount).

The situation becomes a little bit more complicated if the (equity) financing round is not imminent, and the financing by way of a convertible loan is chosen, *e.g.*, in the early stages of the start-up, solely for simplification and cost reasons, the parties, however, in economic terms actually provide equity financing that is independent of the next financing round or because the parties cannot agree on a common valuation scenario.

In such cases, the convertible loan is

then regularly converted into equity at a discount on the issue price of the next financing round. Because of the discount, the lender of the convertible loan receives proportionately more shares in the company than the investor who invests in the company in the Conversion Round. This form of “equity kicker” considers the higher risk of the lender, who invests earlier in the start-up and usually accepts more uncertainty. The amount of the valuation discount again depends on a number of factors, for example:

- the development status of the company;
- the general and particular market environment;
- the demand of the investors; and
- the term of the convertible loan.

Particularly, the last point can be of special importance for investors in the early stages of a start-up. BAND for example argues that in such a phase the valuation of the start-up will often rise by more than 40% p.a.

In practice, discounts between 15 and 25% (less often more) on the valuation of the Conversion Round were not unusual for a long time. According to our experience, however, in the generally rather favorable financing environment of recent years the valuation discounts

tended to decline. Accordingly, in our practice in Germany in the recent past we tended to see discounts of partially only 10% and only rarely more than 20%. It remains to be seen whether this trend will reverse in the near future against the background of the emerging macroeconomic development. One possibility for founders and existing investors to avoid dilution because of a too-high discount on the price of the Conversion Round would be to agree on a minimum value for the conversion price (so-called *Valuation Floor* or short *Floor*, see below for more details).

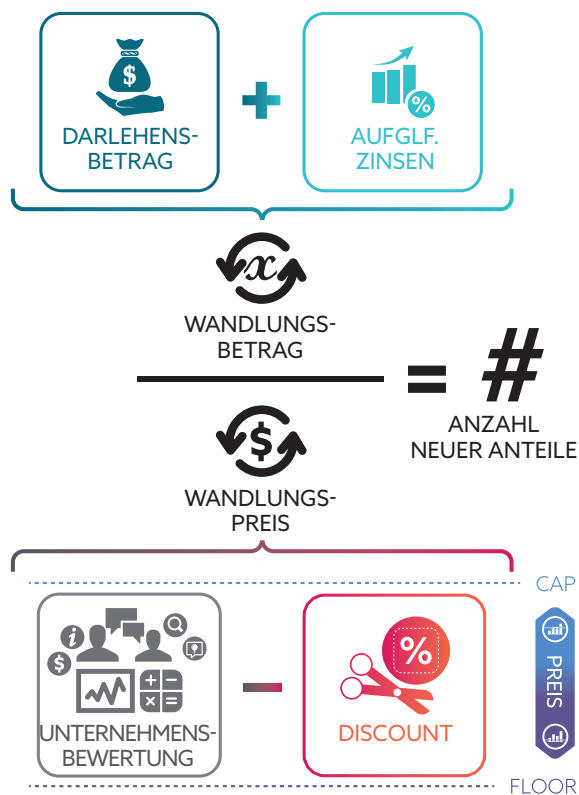
Daneben wird von Investoren teilweise eine Bewertungsobergrenze (sog. "Valuation Cap" oder kurz "Cap") verlangt. Eine solche sieht eine Maximalbewertung der Gesellschaft für den Fall der Wandlung vor. Dadurch wird im Ergebnis ein Höchstpreis festgelegt, der bei der Wandlung der Darlehensforderung in Anteile zu berücksichtigen ist. Aus Investorensicht ist die Festlegung einer Bewertungsobergrenze wichtig, wenn der Frühphasenfinanzierung per Wandeldarlehen auf Seiten des Investors eine konkrete (einseitige) Vorstellung hinsichtlich der Bewertung des Unternehmens zugrunde liegt. Andernfalls würde der Investor Gefahr laufen, mit der im Rahmen der späteren Finanzierungsrunde vereinbarten zu einer aus seiner Sicht unattraktiv hohen Bewertung wandeln zu müssen.

Wirtschaftlich gesehen handelt es sich bei Discounts und Caps um Risikozuschläge für die Bereitstellung von Kapital in der Frühphase des Unternehmens. Der Unterschied zwischen Cap und Discount liegt darin, dass ein Discount unabhängig von der Höhe der Bewertung zur Anwendung kommt, während ein Cap sich nur dann für den Darlehensgeber positiv auswirkt, sofern die Bewertung der Wandlungsrunde über dem Cap liegt.

Quasi spiegelbildlich zum Cap kann eine Untergrenze für den Wandlungspreis vereinbart werden (sog. "Valuation Floor" oder kurz "Floor").

Der Floor definiert dann einen Mindestwandlungspreis, der auch bei Anwendung des Discounts nicht unterschritten werden darf. In der Praxis sieht man z.B. bisweilen bei einer Zwischenfinanzierung des Start-ups durch Wandeldarlehen zwischen zwei Finanzierungsrunden, dass die Pre- oder Post-Money Bewertung der letzten Finanzierungsrunde als Floor für das Wandeldarlehen gelten soll. Mit der Vereinbarung eines angemessenen Floors können zudem etwaig überschießende Verwässerungseffekte aus einem hohen Discount abgemildert werden.

Welche Art von Anteilen werden ausgeben? Neben der Berechnung der Anzahl der neuen Anteile ist festzulegen, welcher Anteilsklasse die neu auszugebenden Anteile angehören sollen. In der Praxis wird häufig vereinbart, dass die neuen Anteile solche der höchsten Klasse mit den weitestgehenden Rechten und Vorzügen sein sollen, welche beim Darlehensnehmer bislang begeben wurden (für die Wandlung bei Laufzeitende oder Exit) bzw. die im Rahmen der Wandlungsrunde an die neuen Investoren ausgegeben werden.



Besides, investors sometimes request a valuation ceiling (so-called "Valuation Cap" or short "Cap"). Such a cap provides for a maximum valuation of the company in the event of conversion. This results in a maximum price being set, which must be considered when converting the loan claim into shares. From the investor's point of view, it is important to set a valuation cap in case the early-stage financing by way of the convertible loan is on the part of the investor based on a specific (one-sided) idea regarding the valuation of the company. Otherwise, the investor would be exposed to a risk of having to convert on the basis of the valuation agreed in the course of the later financing round, which he might consider unattractively high.

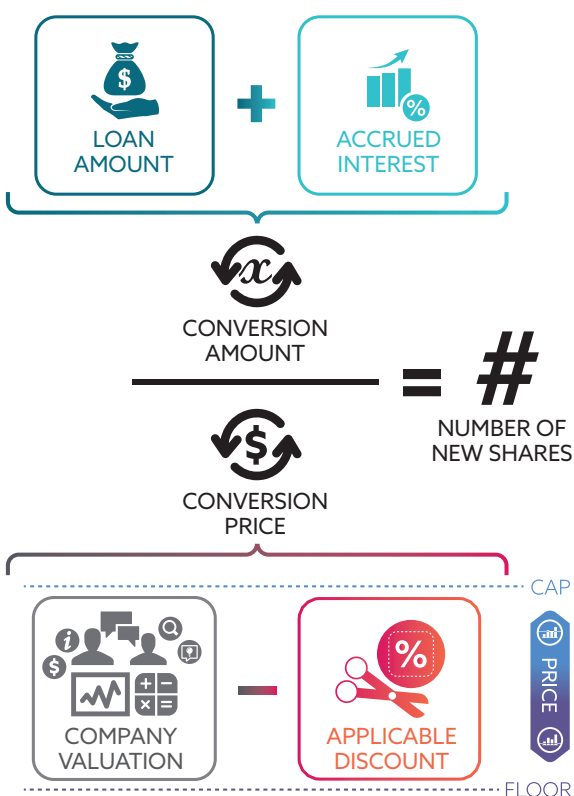
From an economic point of view, discounts and caps are risk premiums for the provision of capital in the early stages of the business. The difference between a cap and a discount is that a discount is applied regardless of the amount of the valuation, while a cap is only beneficial to the lender if the valuation of the Conversion Round exceeds the Cap.

As kind of counterpart to the cap, a minimum value for the conversion price can also be agreed (so-called "Valuation Floor" or short "Floor").

The Floor defines a minimum conversion price, which may not be fallen short of even if the discount is applied. In practice for example the pre- or post-money valuation of the last financing round is from time to time used as Floor for the convertible loan in case of a bridge financing by a convertible loan between two (equity) financing rounds. With the agreement of an appropriate Floor, any excessive dilution effects from a high discount can also be mitigated.

What Type of Shares Are Issued?

In addition to the calculation method for determination of the number of the new shares, the agreement must also specify to which share class the new shares shall belong. In practice, it is often agreed that the new shares shall be of the highest class with the most extensive rights and preferences issued by the borrower so far (for conversion at the expiration of term or Exit) and issued to the new investors during the Conversion Round, respectively.



8. TECHNISCHE ABWICKLUNG DER WANDLUNG UND BEITRITT ZU EINER GESELLSCHAFTERVEREINBARUNG

- Die Wandlung des Wandlungsbetrags erfolgt in aller Regel im Rahmen einer Barkapitalerhöhung, in der die neuen Anteile geschaffen und zum Nominalwert an den Darlehensgeber ausgegeben werden.
- Nach erfolgter Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister tritt der Darlehensgeber seine Forderung auf Darlehensrückzahlung und ggf. aufgelaufene Zinsen an den Darlehensnehmer ab und bringt diese Forderung in die freie Kapitalrücklage des Darlehensnehmers ein.



Umsetzung der Wandlung durch Kapitalerhöhung:

Die Wandlung der Darlehensforderung in Geschäftsanteile setzt in aller Regel eine Kapitalerhöhung voraus. Gerade für US-Investoren stellt sich das hierbei durchzuführende Verfahren als kompliziert und formalistisch dar. Diese Wertung ist nur zu verständlich: Während nach US-amerikanischem Recht das Board of Directors für die Gesellschaft selbst "ohne weiteres" die Anteile ausgibt, ist in Deutschland, abgesehen vom Fall der Schaffung eines genehmigten Kapitals gem. § 55a GmbHG, in dem die Geschäftsführer (für höchstens fünf Jahre) von den Gesellschaftern ermächtigt werden können, das Stammkapital durch Ausgabe neuer Geschäftsanteile bis zur Hälfte des eingetragenen Stammkapitals zu erhöhen, eine notariell zu beurkundende Satzungsänderung der Gesellschaft notwendig.

Es bedarf damit einer Mitwirkung (zumindest einer qualifizierten Mehrheit) der Gesellschafter bei der Fassung eines formgerechten Kapitalerhöhungsbeschlusses. Dabei gilt es zu beachten, dass Gesellschafter einer GmbH, wenn und soweit nicht in der Satzung oder einer entsprechenden Gesellschaftervereinbarung etwas Abweichendes vereinbart wurde, grundsätzlich ein (gesetzliches) Verwässerungsschutzrecht besitzen und im Fall einer Kapitalerhöhung zum Bezug neuer Geschäftsanteile

zuzulassen wären. Um Konflikte um den in seinen Anforderungen bisweilen umstrittenen Ausschluss solcher Bezugsrechte durch Beschluss der Gesellschafter von vorneherein zu vermeiden, empfiehlt es sich, entsprechende Bezugsrechtsausschlüsse in einer Gesellschaftervereinbarung und/oder dem oben beschriebenen Zustimmungsbeschluss der Gesellschafterversammlung zum Abschluss der betreffenden Wandeldarlehen vorzusehen (bilateraler Darlehensvertrag) bzw. im Rahmen der unten dargestellten Kooperationspflichten bei einem multilateralen Darlehen im Wandeldarlehensvertrag selbst festzulegen.

Die Kapitalerhöhung sollte dabei stets als Barkapitalerhöhung (und nicht als Sachkapitalerhöhung) erfolgen. Anders als im US-amerikanischen Recht, in dem die Entscheidung über die Ausgabe, aber auch die Anteilsbewertung dem Board of Directors überantwortet ist, bedarf es im Fall einer Sacheinlage des Darlehens eines Werthaltigkeitsnachweises gem. §§ 56, 56a, 7 Abs. 3 GmbHG. Würde man also neue Anteile "nur" gegen Einlage des Rückzahlungsanspruchs in die Gesellschaft ausgeben, wäre es aus Gründen der Kapitalerhaltung zwingend erforderlich, die Werthaltigkeit eines solchen Rückzahlungsanspruchs (gutachterlich) zu bewerten. Dies

ist der Grund dafür, dass anstelle einer Sachkapitalerhöhung für die Wandlung meist der Weg einer Barkapitalerhöhung zum Nennwert mit Einbringung der Darlehensforderung als "Agio" in die Kapitalrücklage gem. § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB gewählt wird. Dabei ist der Darlehensgeber verpflichtet, den Nominalbetrag je gewährten Geschäftsanteil (meist EUR 1,00 pro Anteil) an die Gesellschaft in bar zu leisten.

Der Rückzahlungsanspruch aus dem Wandeldarlehen (inklusive des Anspruchs auf ggf. aufgelaufene Zinsen) wird dann zumeist durch Abtretung der Forderung an die Gesellschaft und dadurch eintretenden Zusammenfall von Gläubiger und Schuldner zum Erlöschen gebracht. Da die Kapitalerhöhung und damit die neuen Anteile erst mit Eintragung in das Handelsregister wirksam werden bzw. entstehen, erfolgt die vorgenannte Abtretung zumeist aufschiebend bedingt auf den registergerichtlichen Vollzug der Kapitalerhöhung. Aus deutscher steuerlicher Sicht ist zu beachten, dass die Forderung unmittelbar vor ihrem Erlöschen werthaltig sein muss, um den Anfall ggf. steuerpflichtigen Gewinns auf Ebene des Schuldners zu vermeiden. Die Werthaltigkeit sollte insbesondere in den Fällen regelmäßig dokumentiert werden können, in denen die Abtretung mit

8. TECHNICAL IMPLEMENTATION OF THE CONVERSION AND ACCESSION TO SHAREHOLDERS' AGREEMENT

- The conversion amount is generally converted within the context of a capital increase in cash under which the new shares are created and issued to the lender at nominal value.
- Following registration of the capital increase with the commercial register, the lender assigns its claim for repayment of the loan and any accrued interest, as the case may be, to the borrower and contributes such claim to the borrower's free capital reserve.



Implementation of the Conversion Through Capital Increase:

The conversion of the loan amount into shares generally requires a capital increase. In particular for U.S. investors the procedure to be followed in this respect appears complicated and formalistic. This impression is only too understandable: While under U.S. laws the Board of Directors issues the shares for the company itself "without any further requirements", in Germany—apart from the case of the creation of authorized capital according to sec. 55a GmbHG, in which the managing directors can be authorized by the shareholders (for a maximum period of five years) to increase the share capital by issuing new shares up to half of the registered share capital—a notarized amendment to the company's articles of association is necessary.

The shareholders (at least a qualified majority) must therefore cooperate in the passing of a formal resolution on a capital increase. It should be noted in this respect that, unless otherwise agreed in the articles of association or a corresponding shareholders' agreement, shareholders of a limited liability company generally have a (statutory) dilution protection right and would have to be permitted to subscribe for new shares in case of a capital increase. In order to avoid conflicts around the exclusion of such subscription rights by resolution of the shareholders, the requirements

of which are so far controversially discussed, right from the beginning, it is advisable to provide for corresponding exclusions of the subscription rights in a shareholders' agreement and/or the above-described approval resolution of the shareholders' meeting regarding the conclusion of the relevant convertible loans (bilateral convertible loan agreement) and in case of a multilateral loan to include them in the convertible loan agreement itself as part of the cooperation obligations described below, respectively.

The capital increase should always be carried out as a capital increase in cash (and not as a capital increase in kind). In contrast to U.S. laws, pursuant to which the Board of Directors is responsible for deciding on the issuance as well as on the valuation of the shares, the contribution of the loan as contribution in kind would require a certification of the value in accordance with sec. 56, 56a, 7 para. 3 GmbHG. Accordingly, if new shares would be issued "only" against contribution of the repayment claim into the company, it would be imperative for reasons of capital maintenance to certify the recoverability of such a repayment claim (through an expert opinion). This is the reason why instead of a capital increase in kind usually a capital increase in cash at nominal value together with the contribution of the loan claim as "agio" into the

capital reserve according to sec. 272 para. 2 no. 4 German Commercial Code (Handelsgesetzbuch – HGB) is used for the technical implementation of the loan conversion. The lender is obliged to pay the nominal amount per share granted (usually EUR 1.00 per share) in cash to the company.

The repayment claim from the convertible loan (including the claim to any accrued interest) is then usually extinguished by assigning the claim to the company and the resulting accumulation of creditor and debtor. Since the capital increase and thus the new shares only become effective or arise upon entry in the commercial register, the aforementioned assignment is usually conditional upon the registration with the commercial register. From a German tax point of view, it should be noted that the claim must be recoverable (must not be impaired) immediately before it expires in order to avoid a potentially taxable profit at the level of the debtor. It should be possible to regularly document the recoverability in cases where the assignment is accompanied by a financing round whose volume exceeds the amount of the assigned claim. In addition, the correct sequence (financing before assignment) should be observed.

einer Finanzierungsrunde einhergeht, deren Volumen den Betrag des abgetretenen Anspruchs übersteigt. Dazu sollte die richtige Reihenfolge (Finanzierung vor Abtretung) eingehalten werden.

Beitritt zu einer Gesellschaftervereinbarung und Bündelung (Pooling):

Ist der Darlehensgeber noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers, werden der Darlehensnehmer und die Bestandsgesellschafter ein Interesse daran haben, dass der Darlehensgeber sich verpflichtet, einer etwaig bei der Gesellschaft bereits bestehenden oder im Rahmen der Wandlungsrunde neu gefassten Gesellschaftervereinbarung (*Shareholders' Agreement*) beizutreten. Diese Gesellschaftervereinbarung legt Rechte und Pflichten der Gesellschafter fest, die einheitlich für alle Gesellschafter des Darlehensnehmers gelten sollen. Das gilt insbesondere für Regelungen zu einem Exit, namentlich Mitveräußerungspflichten etc. Allerdings ist hier zu beachten, dass eine solche Verpflichtung des Darlehensnehmers einer der notariellen Form bedürftigen Gesellschaftervereinbarung beizutreten, das Wandeldarlehen selbst beurkundungspflichtig macht (siehe dazu unten unter Ziffer IV.).

Hat der Darlehensnehmer eine Mehrzahl von Wandeldarlehen an verschiedene Investoren begeben und haben diese mit nur relativ kleinen Tickets investiert, dann riskiert der Darlehensnehmer bei Wandlung dieser Darlehen einen mehr oder minder stark zersplitterten Cap Table. Dies kann sich ggf. negativ auf die weitere Finanzierbarkeit des Darlehensnehmers auswirken, erhöht aber zumindest die Komplexität zukünftiger Finanzierungsrunden, müssen doch auch alle Kleinstgesellschafter bei der Neufassung von Gesellschaftervereinbarungen etc. an Bord geholt werden. Diese Nachteile können ein Stück weit dadurch abgemildert werden, dass sich die Darlehensgeber bereits im Wandeldarlehensvertrag verpflichten, einer Bündelung ihrer Anteile (*Pooling*) zuzustimmen und für die Ausübung ihrer Rechte als Gesellschafter des Darlehensnehmers einem Poolführer eine entsprechende Vollmacht zu erteilen.

Accession to a Shareholders' Agreement and Pooling: If the lender is not yet a shareholder of the borrower, the borrower and the existing shareholders will have an interest in the lender undertaking to accede to the shareholders' agreement with respect to the Company already existing or newly entered into in connection with the Conversion Round. This shareholders' agreement defines the rights and obligations of the shareholders, which are to apply uniformly to all shareholders of the borrower. This particularly applies to regulations regarding an exit, namely co-selling obligations, etc. However, it should be noted in this respect that the

obligation of the borrower to accede to a shareholders' agreement, which requires notarization, results in the convertible loan being subject to a notarization requirement as well (see Sec. IV below).

In case the borrower has issued a series of convertible loans to different investors, and, if those investors have only invested with relatively small amounts, there is a risk for the borrower during conversion of such loans that the cap table will become more or less fragmented. This may have a negative impact on the borrower's future ability to raise additional financing, but at least increases the complexity of future financing rounds, as all minority shareholders must also be involved when shareholder agreements are revised, etc. These disadvantages can be mitigated to a certain extent by the fact that the lenders already agree in the convertible loan agreement to consent to a pooling of their respective shares and to grant a corresponding power of attorney to a pool leader to exercise their rights as shareholders of the borrower.

Teil 3 – Weitere typische Regelungen

9. INFORMATIONS- UND KONTROLLRECHTE

- Ist der Darlehensgeber noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers, wird er sich oftmals vertraglich bestimmte Informationsrechte einräumen lassen. Diese können periodische Berichte umfassen oder sogar dem sehr umfassenden gesellschaftsrechtlichen Informationsanspruch des § 51a GmbHG nachgebildet sein.
- Aus unserer Sicht eher selten werden Zustimmungsvorbehalte zugunsten des Darlehensgebers für bestimmte Handlungen und Maßnahmen der Gesellschaft im Wandeldarlehensvertrag vorgesehen.



Sofern der Darlehensgeber wirtschaftlich einem Gesellschafter gleichgestellt werden soll (etwa bei späterer Wandlungspflicht), sehen Wandeldarlehensverträge oftmals bestimmte Zusicherungen vor, die auch bei einer Equity-Beteiligung in der Finanzierungsdokumentation vorgesehen werden oder einem Gesellschafter des Darlehensnehmers qua Gesetz zustehen. Dazu zählen regelmäßig Informationsrechte und ggf. auch mehr oder minder weitgehende Kontrollrechte.

Soweit der Wandeldarlehensgeber im Zeitpunkt der Ausreichung des Wandeldarlehens (noch) nicht Gesellschafter des Unternehmens ist, wird er sich weitreichende Informationsrechte einräumen lassen und gewisse Berichtspflichten der Geschäftsführung des Unternehmens festlegen, um sich fortlaufend ein Bild über die finanzielle Lage und die

Entwicklung des Unternehmens machen zu können. Hierzu zählen vielfach die monatlichen betriebswirtschaftlichen Auswertungen sowie der Jahresabschluss und ggf. zusätzliche periodische Soll/Ist-Abgleiche. Regelmäßig wird die Geschäftsführung der Gesellschaft zudem verpflichtet sein, zum Ende eines jeden Geschäftsjahres einen Geschäftsplan für das Folgejahr (informationshalber) vorzulegen und den Darlehensgeber unverzüglich über alle Vorfälle zu informieren, die eine wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation der Gesellschaft bewirken können.

Während, wie bereits dargestellt, im Wandeldarlehensvertrag häufig Regelungen zur Verwendung der Darlehensvaluta vorgesehen sind (siehe dazu oben unter Ziffer III.2), lassen sich

Darlehensgeber vor allem wenn sie noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers sind dagegen eher selten Zustimmungsvorbehalte für konkrete Handlungen und Maßnahmen der Gesellschaft einräumen, wie man sie aus den Shareholders' Agreements vieler Finanzierungsrunden kennt. Ausgenommen sind Regelungen, die dem Darlehensgeber einen Zustimmungsvorbehalt einräumen, wenn die Darlehensvaluta für bestimmte, im Vorhinein nicht freigegebene Zwecke verwendet werden soll oder wenn der Darlehensnehmer weitere Wandeldarlehen aufnehmen will, welche für den zukünftigen Darlehensgeber günstigere Konditionen vorsehen (dazu unten unter Ziffer III.11).

Part 3 – Further Typical Terms and Conditions

9. INFORMATION AND MONITORING RIGHTS

- If the lender is not yet a shareholder of the borrower, he will often request certain contractual information rights being granted. These can include periodic reporting or can even mirror the very comprehensive information rights pursuant to sec. 51a GmbHG.
- From our point of view, approval requirements in favor of the lender for certain actions and measures of the company are rarely included in the convertible loan agreement.



If the lender is to economically equal a shareholder (e.g., in case of a later conversion obligation), convertible loan agreements often provide for certain assurances which are also included in the financing documentation of an equity participation or to which a shareholder of the borrower is entitled to by law. This regularly includes information rights and, as the case may be, more or less extensive control rights.

If the convertible lender is not (yet) a shareholder of the company at the time the convertible loan is granted, he will request extensive rights for information and define certain reporting obligations of the company's management to be able to continuously assess the financial situation of the company and its development. This often includes the monthly business evaluations of the management as well as the annual financial statements and, as the case may be, additional periodic target/actual comparisons. In addition, the management of the company will also regularly be obliged to submit a business plan

for the following year (for information purposes) at the end of each financial year and to inform the lender immediately of all incidents that could cause a significant deterioration in the economic position of the company.

While, as already shown, the convertible loan agreement often contains provisions on the use of the loan proceeds (see Sec. III.2 above), lenders, especially if they are not yet shareholders of the borrower, rarely request consent rights for specific actions and measures of the company, as is known from the shareholders' agreements of many financing rounds. Exceptions are provisions which grant the

lender a consent right in case the loan amount is to be used for certain purposes to which the lender has not agreed to in advance or in case the borrower wishes to take out further convertible loans which provide for more favorable conditions for the future lender (see Sec. III.11 below).

10. GARANTIE

- Wandeldarlehensverträge enthalten gelegentlich mehr oder weniger umfangreiche Garantiekataloge, insbesondere, wenn die Darlehenssumme größer und der Darlehensgeber noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers ist.
- Bei Garantieverletzungen kann Schadensersatz in Geld oder Anteilen (kompensierende Kapitalerhöhung) vorgesehen werden. Zudem berechtigt eine nicht nur unerhebliche Garantieverletzung den Darlehensgeber oftmals zur Kündigung mit der Folge eines vorzeitigen Rückforderungsanspruches des Darlehensgebers.



Gerade wenn der Darlehensgeber noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers ist, wird er meist nur eingeschränkt Einblick in das Unternehmen des Darlehensnehmers haben.

Vor dem Hintergrund dieses Informationsgefälles zwischen den Parteien, lassen sich Darlehensgeber bisweilen bestimmte Zustände bzw. Tatsachen vom Darlehensnehmer zusichern. Dazu gehören bspw.

- die wirksame Gründung und das (Fort-) Bestehen des Darlehensnehmers;
- die wirksame Vertretung der Gesellschaft und das Vorliegen aller erforderlichen internen

Genehmigungen für die Transaktion; sowie

- das Vorliegen aller für den Geschäftsbetrieb erforderlichen Lizenzen und Genehmigungen.

Hinzu mögen dann weitere Zusicherungen treten, die sich nach dem jeweiligen Einzelfall richten (z.B. für IP und bestimmte relevante Verträge).

Ist eine Zusicherung unrichtig, so steht dem Darlehensgeber Schadensersatz zu. Dieser kann als auf Schadensersatz in Geld gerichteter Anspruch ausgestaltet sein. Alternativ kann dem Darlehensgeber auch das Recht eingeräumt werden, seinen Schaden durch Ausgabe

einer bestimmten Anzahl neuer Anteile am Darlehensnehmer zu kompensieren (sog. kompensierende Kapitalerhöhung). Eine Garantieverletzung kann zudem einen Kündigungsgrund darstellen und zu einer vorzeitigen Rückforderung des Darlehens führen. Ein Darlehensnehmer ist also gut beraten, nur das zuzusichern, was auch tatsächlich zutrifft.

Insgesamt spielt bei Wandeldarlehensverträgen das Thema "Garantien" nach unserer Erfahrung aber meist eine deutlich geringere Rolle als bei klassischen Eigenkapitalfinanzierungsrunden oder bei Venture Debt-Verträgen.

11. SONSTIGE REGELUNGEN

Abtretungsverbot: Aus Sicht des Darlehensnehmers und der Bestandsgesellschafter ist auf ein vertragliches Abtretungsverbot zu achten (ausgenommen werden regelmäßig nur "Umhängungen" des Darlehens vom Darlehensgeber auf ein verbundenes Unternehmen). Nur durch ein solches Abtretungsverbot kann verhindert werden, dass ein möglicherweise unliebsamer Investor eine Wandlungsmöglichkeit und damit letztlich eine Gesellschafterstellung

beim Darlehensnehmer erwirbt.

Restriktionen für die Vergabe weiterer Wandeldarlehen und Meistbegünstigungsklausel sowie Bezugsrechte in der Wandlungsrunde: Ist

der Darlehensgeber noch nicht Gesellschafter des Darlehensnehmers und hat daher keinen Einblick in die sonstigen Finanzierungsvereinbarungen der Gesellschaft, kann er sich vertraglich zusichern lassen, dass die Gesellschaft aktuell keine günstigeren Wandeldarlehen mit

anderen Investoren geschlossen hat. Ob und inwieweit der Darlehensnehmer (und dessen Bestandsinvestoren) bereit ist, sich im Hinblick auf weitere Wandeldarlehensfinanzierungen Beschränkungen auferlegen zu lassen, ist Verhandlungssache:

- Will der Darlehensnehmer sich maximale Flexibilität bewahren, kann er dies z.B. wie folgt vertraglich festhalten: "Den Parteien ist bekannt, dass der Darlehensnehmer möglicherweise weitere

10. REPRESENTATIONS

- Convertible loan agreements sometimes contain more or less comprehensive catalogues of representations, especially if the loan amount is larger and the lender is not yet a shareholder of the borrower.
- The agreement may also provide for damages compensation in cash or in shares (compensatory capital increase) for breaches of representations. In addition, a material breach of representations often entitles the lender to terminate the contract and may lead to an early repayment claim of the lender.



When the lender is not yet a shareholder of the borrower, he will usually only have limited insight into the borrower's company. Against the background of this disparity of information between the parties, lenders sometimes request representations on certain circumstances or facts from the borrower. These include, for example:

- The due incorporation and (continued) existence of the borrower;
- The valid representation of the company and the existence of all necessary internal approvals for the transaction; and
- The existence of all licenses and

permits required for the business.

Depending on the individual case additional representations may be given (e.g., for IP and certain material agreements).

In case of an incorrect representation, the lender is entitled to damages, which can be in the form of a claim for damages in cash. Alternatively, the lender can also be granted the right to compensate his damages by requesting the issuance of a certain number of new shares of the borrower (so-called compensatory capital increase). A breach of a representation can also constitute a reason for termination and lead to an early repayment of the loan. A

borrower is therefore well advised to limit the representations given to those facts and circumstances that are actually correct.

In our experience, however, with respect to convertible loan agreements, overall the topic of "representations" usually plays a much smaller role than in traditional equity financing rounds or venture debt agreements.

11. OTHER TERMS AND CONDITIONS

Non-assignment clause: From the point of view of the borrower and the existing shareholders, a contractual prohibition of assignments should be included (usually, only "assignments" of the loan from the lender to an affiliated company are exempted). Only such prohibition of assignments can prevent a potentially unpleasant investor from receiving a conversion option and, thus, ultimately a shareholder position in the borrower.

Restrictions on the Issuance of Additional Convertible Loans and Most-favored-nation Clause as well as Subscription Rights in the Conversion Round: If the lender is not yet a shareholder of the borrower and has no insight into the other financing agreements of the company, he can request a contractual guarantee that the company currently is not a party to convertible loans with third-party investors that have more favorable terms and conditions. If and to what extent the borrower (and its existing investors) is prepared to accept restrictions with respect to

future convertible loan financings is a matter of negotiation:

- If the borrower wishes to retain maximum flexibility, he can, for example, include the following wording to the contract: "The parties acknowledge that the borrower may possibly take out additional convertible loans in the future with similar or other terms and conditions and they agree that the provisions of this loan agreement are neither intended to prevent the borrower from granting or raising debt financings nor to limit the borrower in this respect in any way".

Wandeldarlehen zu ähnlichen oder anderen Konditionen aufnehmen wird und sie stimmen darin überein, dass die Regelungen dieses Darlehensvertrags die Darlehensnehmerin weder von der Vergabe noch der Aufnahme von Fremdfinanzierungen abhalten noch hierin irgendwie beschränken sollen.“

- Hat der Darlehensgeber eine starke Verhandlungsposition, kann er hingegen verlangen, dass die Aufnahme weiterer Wandeldarlehen mit für den zukünftigen Investor günstigeren Konditionen der Zustimmung des Darlehensgebers bedarf. Alternativ kann auch vertraglich festgehalten werden, dass die Gesellschaft zwar ohne Zustimmungserfordernis weitere Wandeldarlehen aufnehmen kann, die Konditionen des bestehenden Wandeldarlehens aber angepasst werden, wenn die Gesellschaft später Wandeldarlehen mit für Investoren günstigeren Konditionen aufnimmt (sog. Meistbegünstigungsklausel oder *“Most Favored Nation Clause”*).

Eine typische Klausel sieht dann z.B. wie folgt aus: “Für den Fall, dass der Darlehensnehmer [innerhalb von 12 Monaten nach Abschluss dieses Darlehensvertrages] mit anderen Darlehensgebern Vereinbarungen über Zwischenfinanzierungen, Wandeldarlehen oder ähnliche Vereinbarungen abschließt, die Konditionen und Bedingungen

enthalten, die für die betreffenden Darlehensgeber günstiger sind als die dem Darlehensgeber in diesem Darlehensvertrag gewährten Konditionen und Bedingungen, sollen die günstigeren Konditionen und Bedingungen automatisch auch für diesen Wandeldarlehensvertrag gelten, ohne dass es hierfür weiterer Handlungen der Parteien bedarf. Der Darlehensnehmer ist verpflichtet, den Darlehensgeber unverzüglich über den Abschluss solcher Vereinbarungen mit günstigeren Konditionen und Bedingungen zu informieren und dem Darlehensgeber eine Kopie der entsprechenden Vereinbarungen zukommen zu lassen.“

Trotz der vorstehend vorgesehenen “automatischen” Vertragsanpassung empfiehlt sich in diesem Fall eine ergänzende Verpflichtung der Gesellschafter des Darlehensnehmers, an einer entsprechenden Vertragsänderung mitzuwirken.

Will der Darlehensgeber sich die Option offen halten, seine Beteiligung am Darlehensnehmer weiter auszubauen, kann er sich das Recht einräumen lassen, neben der Wandlung seiner Darlehensforderung zudem als Investor “mit frischem Kapital” an der Wandlungsrunde (entweder mit einem im Vorfeld festgelegten Betrag oder pro-rata zu seiner kalkulatorischen Beteiligung) zu den gleichen Konditionen wie die neuen Investoren der Wandlungsrunde teilzunehmen.

Steht beim Darlehensnehmer ein Flip in naher Zukunft bevor?



Ist beim Darlehensnehmer ein sog. “Flip”⁶ in naher Zukunft eine realistische Option (z.B. weil der Darlehensnehmer mit der Aufnahme in das bekannte Förderprogramm des Y-Combinator (YC) rechnet und YC in aller Regel den “Wechsel” in eine US-Gesellschaft verlangt), sollten die Parteien überlegen, dieser absehbaren Umstrukturierung im Wandeldarlehen Rechnung zu tragen. Nach einem erfolgten Flip sollten alle Bestandsgesellschafter an der neuen Obergesellschaft des Darlehensnehmers beteiligt sein, welche wiederum alle Anteile am Darlehensnehmer hält. Diese zweistufige Struktur würde verkompliziert, wenn der Darlehensgeber dann doch zu einem späteren Zeitpunkt einen Anspruch auf Wandlung in Anteile am ursprünglichen Darlehensnehmer hätte. Auch aus Sicht des Darlehensgebers mag das keine attraktive Option sein, wenn er damit rechnen muss, dass der spätere Exit auf Ebene der neuen Obergesellschaft und nicht des Darlehensnehmers erfolgt.

Der Wandeldarlehensvertrag kann diesen Problemen dadurch Rechnung tragen, dass zunächst festgehalten wird, dass ein Flip keinen Exit darstellt und kein Wandlungsrecht bzw. keine Wandlungspflicht auslöst. Zudem sollte dann ein Mechanismus vorgesehen werden, wie der Darlehensgeber sein Wandeldarlehen mit dem Darlehensnehmer gegen eine wirtschaftlich äquivalente Vereinbarung mit der neuen Obergesellschaft zu ersetzen hat.

6. Siehe zur Motivation hinter einem Flip und seiner praktischen Umsetzung im Einzelnen die Ausführungen in unserem Guide “Go West Venture Capital Financing and Business Expansion Projects in the United States”, der unter: <https://www.orrick.com/Insights/2018/10/Go-West-Venture-Financing-and-Business-Expansion-Projects-in-the-United-States-Second-Edition> heruntergeladen werden kann.

- In case the lender has a strong negotiating position, he may, however, request that the lender's consent shall be required for raising further convertible loans with more favorable conditions for future investors. Alternatively, it can also be stipulated in the convertible loan agreement that, although the company can raise further convertible loans without consent of the lender being required, the terms and the conditions of the existing convertible loan, however, will be adjusted if the company raises convertible loans with more favorable conditions for investors later on (so-called most-favored-nation clause).

A standard clause would, for example, look as follows: "The parties agree that in the event that the borrower [within a period of 12 months following the date of this loan agreement] should enter into any interim financing agreements, convertible loan agreements or comparable agreements with any other lenders, which provide for terms and conditions more favorable to the respective lender than the terms and conditions granted to the lender under this loan agreement, then such more favorable terms and conditions shall also automatically apply to this convertible loan agreement, without any further actions of the parties being required. The borrower is obliged to notify the lender without undue delay of the conclusion of any such contracts described in this section

containing more favorable terms and conditions and to provide the lender with a copy thereof."

Despite the "automatic" contract adjustment provided for above, it would, in this case, be advisable to provide for a supplementary obligation of the borrower's shareholders to participate in a corresponding amendment of the convertible loan agreement.

If the lender wishes to retain the option to further increase his shareholding in the borrower, he can, in addition to the conversion of his loan claim, request the right to participate in the Conversion Round as investor "with fresh capital" (either with an amount fixed in advance or pro rata to his proportional shareholding) on the same terms as the new investors in the conversion round.

Will the borrower be facing a flip in the near future?



In the event a so-called "flip"⁷ is a realistic option for the borrower in the near future (e.g., because the borrower expects to be included in the well-known Y-Combinator's (YC) development program, and because YC in general requires a "form change" for a United States company), the parties should consider taking in to account this foreseeable restructuring in the convertible loan. Following the implementation of a flip, all existing shareholders should participate in the new parent company of the borrower, which, in turn, then will hold all shares of the borrower. This two-tier structure would become more complicated if the lender would then at a later stage still have a claim for conversion into the shares of the original borrower. Also, from the lender's point of view, this may not be an attractive option if he has to expect that the later exit will take place at the level of the new parent company and not of the borrower.

The convertible loan agreement can take these problems into account by first clarifying that a flip shall not qualify as an exit and does not trigger a conversion right or conversion obligation. In addition, a mechanism should then be provided for on how the lender has to replace his convertible loan with the borrower against an economically equivalent agreement with the new parent company.

7. For the motivation behind a flip and its practical implementation in the individual case, see in detail the explanations in our guide "Go West Venture Capital Financing and Business Expansion Projects in the United States", which can be found at: <https://www.orrick.com/Insights/2018/10/Go-West-Venture-Financing-and-Business-Expansion-Projects-in-the-United-States-Second-Edition>.

IV. Wandeldarlehen und Beurkundungsfragen

- Wandeldarlehen werden in der Praxis häufig nur privatschriftlich abgeschlossen. Die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen ein Wandeldarlehen der notariellen Form bedarf, ist aber komplexer.
- Auch wenn sich mit guten Gründen vertreten lässt, dass jedenfalls multilaterale Wandeldarlehensverträge keiner notariellen Form bedürfen, kann etwas anderes gelten, wenn der Wandeldarlehensvertrag eine Pflicht enthält, einer Gesellschaftervereinbarung beizutreten und diese wiederum eine Pflicht zu Anteilsübertragungen (z.B. Mitveräußerungspflichten im Exit) enthält.



Im Rahmen von Wandeldarlehensverträgen taucht regelmäßig die Frage auf, ob diese der notariellen Form bedürfen, genauer notariell zu beurkunden sind. Das würde den Abschluss von Wandeldarlehensverträgen natürlich verkomplizieren und teurer machen, so dass in der Praxis von einer Beurkundung oftmals abgesehen wird. Hier ist in der juristischen Literatur leider manches umstritten und eine abschließende Klärung durch die Gerichte steht noch aus. Daher können die folgenden Ausführungen auch nur einen kursorischen Überblick bieten und so der ersten Orientierung dienen.

Bilaterale Darlehensverträge: Bei einem bilateralen Darlehensvertrag soll nach vielfach vertretener Auffassung der Darlehensvertrag als solcher nicht der notariellen Form bedürfen. Allerdings soll hier die Geschäftsführung der darlehensnehmenden Gesellschaft für die Verpflichtung der Gesellschaft zur Durchführung der Wandlung eines Ermächtigungsbeschlusses ihrer Gesellschafterversammlung bedürfen. Welche Anforderungen an einen solchen Ermächtigungsbeschluss zu stellen sind, ist im juristischen Schrifttum wiederum umstritten; einschlägige obergerichtliche Rechtsprechung gibt es soweit ersichtlich aktuell noch nicht. Schaut man sich den aktuellen Meinungsstand an, scheint es die sicherste Variante zu sein, wenn der Ermächtigungsbeschluss

- von der Gesellschafterversammlung mit satzungsändernder Mehrheit

bei gleichzeitigem Ausschluss des Bezugsrechts der (übrigen) Gesellschafter gefasst wird;

- die zu genehmigende Maßnahme (Aufnahme von Wandeldarlehen) hinreichend konkret bestimmt;
- notariell beurkundet wird; und
- im Handelsregister des Darlehensnehmers eingetragen wird

(wobei allerdings festzuhalten bleibt, dass gerade der vierte Punkt, aber auch der dritte Punkt besonders umstritten sind und auch vertreten wird, dass es dieser Formalitäten nicht bedürfe).

Multilaterale Darlehensverträge:

Bei einem multilateralen Darlehensvertrag bedarf es eines solchen Ermächtigungsbeschlusses nicht. Die Gesellschafter sind hier Partei des Wandeldarlehensvertrags und verpflichten sich in diesem, die für die Wandlung erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, insbesondere die notwendige Kapitalerhöhung zu

beschließen. Manche Stimmen in der juristischen Diskussion gehen davon aus, dass ein solcher Vertrag nicht der notariellen Form bedarf und zwar weder aufgrund einer Verpflichtung der Gesellschafter zur Durchführung einer Kapitalerhöhung beim Darlehensnehmer (Stimmbindungsvereinbarung) noch aufgrund der ggf. enthaltenen Verpflichtung des Darlehensgebers zur Wandlung und damit zur Übernahme neuer Anteile am Darlehensnehmer. Nach anderer Auffassung bedarf eine solche Verpflichtung zur Übernahme neu geschaffener Anteile am Darlehensnehmer zumindest der notariellen Beglaubigung.

Vorsicht bei Pflicht zum Beitritt zu einer Gesellschaftervereinbarung:

Allerdings kann sich eine Pflicht zur notariellen Beurkundung des Wandeldarlehensvertrags (unabhängig davon, ob es sich um einen bilateralen oder multilateralen Darlehensvertrag handelt) dann

IV. Convertible Loans and Notarization

- Convertible loan agreements are in practice often concluded in private written form only, *i.e.*, without notarization. However, the question of whether or not and under what prerequisites a convertible loan requires notarization is more complex.
- Although there may be good arguments that at least multilateral convertible loan agreements do not need to be notarized, the legal analysis may be different if the convertible loan agreement includes an obligation to accede to a shareholders' agreement and this in turn includes an obligation to transfer shares (e.g., co-selling obligations in case of an exit).



In the context of convertible loan agreements, the question regularly arises as to whether these require notarial form, or more precisely need to be notarized. This would, of course, complicate the conclusion of convertible loan agreements and make them more expensive. That's why, in practice, parties often decide against notarization of such agreements. Unfortunately, there is a lot of controversy in this respect in legal literature and final clarification by the courts is still outstanding. Therefore, the following can only be a short overview and, thus, serve as first orientation.

Bilateral Loan Agreements:

According to a widely represented opinion, in the case of bilateral loan agreements, the loan agreement as such shall not require notarial form. However, in this case, the management of the borrowing company shall be required to obtain a resolution of its shareholders' meeting authorizing the company to consummate the conversion. The (formal) requirements this authorization resolution must satisfy are then again controversially discussed in legal literature. As far as can be seen, currently, no decision of a higher court on this question exists. Considering the latest status of discussion in legal literature, it seems to be the safest option if the authorization resolution:

- is passed by the shareholders' meeting with the qualified majority required to change the articles of association, while simultaneously excluding the subscription rights of the (remaining) shareholders;

- defines the measure to be approved (raising of convertible loans) in sufficient detail;
- is notarized; and
- is registered with the commercial register of the borrower

(Although, it must be noted that, in particular, the fourth bullet and also the third bullet, are particularly controversially discussed and there are some voices that these formalities are not required).

Multilateral Loan Agreements:

In case of a multilateral loan agreement, no such authorization resolution is required. The shareholders are themselves party to the convertible loan agreement and undertake to take any measures necessary for the implementation of the conversion, in particular to resolve on the necessary capital increase. Some opinions in the legal discussion assume that such an agreement does not require notarial form, neither due to an obligation of the

shareholders to implement a capital increase at the borrower (voting rights agreement) nor due to the possible obligation of the lender to convert and, thus, subscribe for new shares in the borrower. According to another opinion, such an obligation to subscribe newly created shares in the borrower at least requires notarial certification of the signatures.

Caution in Case of a Mandatory Accession to a Shareholders' Agreement:

However, an obligation to notarize the convertible loan agreement (irrespective of whether the convertible loan agreement is a bilateral or multilateral loan agreement) can arise when the convertible loan agreement provides for an obligation of the lender to accede upon conversion to an existing shareholders' agreement applying in respect of the borrower. This would be the case if the shareholders' agreement itself requires notarial form, in particular because it obligates the

ergeben, wenn dieser eine Pflicht des Darlehensgebers enthält, bei Wandlung einer für den Darlehensnehmer geltenden Gesellschaftervereinbarung beizutreten. Das ist dann der Fall, wenn die Gesellschaftervereinbarung

selbst der notariellen Form bedarf, insbesondere weil sie in bestimmten Fällen Gesellschafter zur Abtretung ihrer Anteile verpflichtet (z.B. übliche Mitveräußerungspflichten, sog. *"Drag-Along Rights"*, etc.). Verpflichtungen zu einer Anteilsübertragung sind

nach § 15 Abs. 4 GmbHG beurkundungspflichtig und das gilt dann auch für eine Verpflichtung des Darlehensgebers bei Wandlung einer solchen Verpflichtung beizutreten.

V. Steuerrechtliche Aspekte (Deutschland)

Mit einem Wandeldarlehen vereinbaren die Parteien zweierlei. Einerseits vereinbaren sie die Kapitalüberlassung des Darlehensgebers an den Darlehensnehmer (die Gesellschaft). Andererseits werden Ausübungszeitpunkte sowie die Grundlagen einer zukünftigen möglichen Wandlung des Darlehens in Eigenkapital sowie entsprechende Rechte und Pflichten vereinbart. Beide Geschäfte sind aus Steuersicht untrennbar miteinander verbunden. Einige für in Deutschland steuerpflichtige Darlehensnehmer und Darlehensgeber relevante Steuerfolgen wollen wir im Folgenden darstellen. (Natürlich können wir nicht alle Folgen beleuchten, und es sind immer die Grundsätze des Einzelfalls entscheidend. Bei jeder Verhandlung eines Wandeldarlehens sollte also konkrete Steuerberatung eingeholt werden.)

1. BEI EINRÄUMUNG (AUSZAHLUNG)

Nach Auszahlung ist das Wandeldarlehen in Form des Rückzahlungsbetrages regelmäßig als Schuld der Gesellschaft in deren Handels- und Steuerbilanz auszuweisen. Dies gilt auch bei Vereinbarung eines qualifizierten Rangrücktritts zur Vermeidung einer Überschuldung gemäß der Insolvenzordnung. Der insolvenzrechtlichen Qualifikation als eigenkapitalähnliches Instrument steht auch in diesem Fall die steuerliche Einordnung als Fremdkapitalinstrument und der Schuldausweis in der Steuerbilanz gegenüber. Eine Ausnahme von der Regel, dass der Rückzahlungsbetrag als Schuld der Gesellschaft auszuweisen ist,

kann u.a. bei "verunglücktem" Rangrücktritt (siehe dazu auch Ziffer II.5) eintreten. Eine Ausnahme kann weiterhin auch bei mit Sicherheit eintretender zukünftiger Wandlung bestehen, wenn sich also aufgrund einer Gesamtbetrachtung bereits bei Darlehensauszahlung ergibt, dass die Gesellschaft die Rückzahlung bei jeder zukünftigen Entwicklung rechtlich abwehren kann (etwa aufgrund mit Sicherheit bestehender Wandlungspflichten des Darlehensgebers in allen relevanten Szenarien). Können solche Ausnahmeszenarien – was in Standardkonstellationen der Fall sein sollte – vermieden werden, bleibt es beim handels- und steuerbilanziellen Ausweis des

Darlehensrückzahlungsbetrags als Schuld der Gesellschaft.

Der Darlehensgeber weist den Rückzahlungsbetrag nach der Auszahlung regelmäßig als Forderung aus, wenn er Bilanzen nach deutschem Handels- und Steuerbilanzrecht aufstellt. Hält der Darlehensgeber die Forderung im seinem Privatvermögen, hält er seine Anschaffungskosten nach – weitere Folgen hat die Auszahlung für ihn nicht.

shareholders to assign their shares in certain cases (e.g., customary co-selling obligations, so-called “drag-along rights”, etc.). Pursuant to sec. 15 para. 4 GmbHG the obligation to transfer shares in a limited liability company is subject to notarization. This also applies

to an obligation of the lender to accede upon conversion to a shareholders’ agreement containing such an undertaking.

V. Tax Considerations (Germany)

With a convertible loan, the parties essentially agree on two transactions. On the one hand, they agree on a capital transfer from the lender to the borrower (the company). On the other hand, exercise dates and the conditions of a possible future conversion of the loan into equity as well as corresponding rights and obligations are agreed. Both transactions are mutually intertwined from a German tax perspective. We shall present some of the more relevant tax consequences for German taxable loan borrowers and lenders here (of course, we cannot illuminate all the consequences, and the circumstances of the individual case are always decisive. Therefore, concrete tax advice should be obtained at every negotiation of a convertible loan).

1. UPON GRANT (UTILIZATION)

Once the convertible loan has been utilized, the amount repayable must regularly be shown as a liability of the company in its commercial and tax balance sheets. This also applies if a qualified subordination has been agreed in order to avoid over-indebtedness in accordance with the Insolvency Code. In this case, the qualification under insolvency law as a quasi-equity instrument is contrasted by the German tax classification as a debt capital instrument and by debt recognition in the tax balance sheet. An exception to the rule that the repayment amount must be shown as the company’s debt may occur in the event of a “flawed” subordination (see also Sec. 11.5).

Another exception may occur in the event of future conversions being certain, i.e., if, on the basis of an overall view, it becomes clear at the time of the grant/utilization of the loan that the company can legally defend itself against repayment in any future scenario (e.g., on the basis of conversion obligations of the lender existing with certainty in all relevant scenarios). If, however such exceptional scenarios are mitigated—which should be the case in standard negotiations—the loan repayment amount remains a liability of the company in the commercial and tax balance sheet.

The lender regularly reports the repayment amount as a receivable after utilization if he prepares

balance sheets in accordance with German commercial and tax accounting law. If the lender holds the claim within his private assets, he will track his acquisition costs, with no further tax consequences arising to him at this stage.

2. BEI ENTSTEHUNG UND ZAHLUNG VON ZINSEN

Entstehende Zinsen aus fremdüblich ausgehandelten Wandeldarlehen stellen bei der Gesellschaft Aufwand dar und mindern im Rahmen der Abzugsbeschränkungen durch die so genannte Zinsschranke und gewerbsteuerliche Hinzurechnungen das zu versteuernde Einkommen und den Gewerbeertrag der Gesellschaft oder erhöhen ihren körperschaftsteuerpflichtigen oder gewerbsteuerpflichtigen Verlust.

Beim Darlehensgeber sind entstandene (realisierte)

Zinsen regelmäßig bereits vor Zahlung zu versteuern, wenn der Darlehensgeber Bilanzen nach deutschem Handels- und Steuerbilanzrecht aufstellt. Hält der Darlehensgeber die Rückzahlungsforderung aus dem ausgereichten Wandeldarlehen im Privatvermögen, versteuert er die Darlehenszinsen hingegen erst bei Zahlung (Zufluss).

Kapitalertragsteuer ist von der Gesellschaft auf Zinsen unter dem fremdüblich ausgehandelten Wandeldarlehen regelmäßig nicht einzubehalten. Nur ausnahmsweise

ist Kapitalertragsteuer auf gezahlte Zinsen dann einzubehalten, wenn es sich bei dem Darlehen um eine Wandelanleihe handelt (Verbriefung), die Gesellschaft Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Kreditwesengesetzes oder das Darlehen wegen Sonderbedingungen in puncto Verzinsung, Verlustteilnahme oder Einflussrechte als gewinnabhängiges Darlehen oder Genussrecht anzusehen ist.

3. BEI WANDLUNG

Entsteht ein Wandlungsgewinn beim Gläubiger?

Der spannende Fall ist der der Wandlung des Darlehens: Der Darlehensgeber erhält statt der Rückzahlung des Darlehens in Geld Anteile am Eigenkapital der Gesellschaft (Geschäftsanteile).

Zeitweise sind die Steuerfolgen der Wandlung virulenter diskutiert worden. Dabei stehen sich zwei Positionen gegenüber. Nach der einen, für den Darlehensgeber oft günstigeren Auffassung soll es bei der Wandlung beim Darlehensgeber regelmäßig nicht zu einer Gewinnverwirklichung kommen. Aufgrund der anfänglichen Verbindung von Rückzahlungspflicht und Wandlungsrecht sei die Wandlung kein Realisationsakt; der Darlehensgeber übernimmt die Anteile an der Gesellschaft mit den Anschaffungskosten des Darlehens (regelmäßig: dem Darlehensrückzahlungsbetrag). Steuern fallen nicht an.

Nach der anderen, für den Darlehensgeber oft ungünstigeren Position führt die Wandlung zu einem steuerpflichtigen, tauschähnlichen Geschäft. Nach dieser Auffassung hat der Darlehensgeber bei der Wandlung realisierte Vorteile zu versteuern. Solche Vorteile können etwa aufgrund einer Besserstellung nach den Wandlungsbedingungen gegenüber der Bewertung der Vorzugsanteile anderer Investoren in der Wandlungsrunde (*"Discount"*) entstehen.

Das Bundesfinanzministerium hat in dem Meinungsstreit am 30. April 2018 die erste, für den Darlehensgeber oft günstigere Position übernommen. Bei der Wandlung einer Wandelanleihe aufgrund der in den Anleihebedingungen gewährten Befugnis komme es nicht zu einem steuerpflichtigen Gewinn beim Darlehensgeber. Unseres Erachtens ist diese Auffassung auf –

unverbriefte – Wandeldarlehen und auf Fälle, in denen die Wandlung aufgrund eines Rechts der Gesellschaft zur Wandlung erfolgt, anzuwenden. Damit ist das Risiko für den Darlehensgeber gebannt.

Werden im Rahmen der Wandlung auch aufgelaufene Zinsen umgewandelt, so stellt sich die Frage nach der Besteuerung erneut. Diese Frage ist u.E. nicht deckungsgleich mit der oben dargestellten Frage, ob aufgrund der Wandlung des Rückzahlungsanspruchs (des Darlehenskapitals) ein wandlungsbedingter Gewinn entsteht. In der Wandlung der Zinsen ist möglicherweise ein steuerbarer Zufluss der Zinsen zu sehen. In bestimmten Darlehensvertragsgestaltungen soll es bei Wandlung auch zu einem rückwirkenden Wegfall der Zinsen kommen, wobei der Zeitfaktor jedoch in der Wandlungsformel berücksichtigt wird und die Anzahl

2. UPON ACCRUAL AND PAYMENT OF INTEREST

Interest arising from convertible loans negotiated at arm's length represents an expense for the company and regularly reduces the company's taxable income and trade income or increases its loss subject to corporation tax or trade tax. Debt relief occurs within the scope of the deduction restrictions imposed by the so-called interest barrier and trade tax additions, however.

Accrued interest is taxable for the lender before payment if the lender prepares balance sheets in accordance with German

commercial and tax accounting law. If the lender keeps the repayment claim from the granted convertible loan in his private assets, he is only subjected to taxation of the interest at the time of payment (inflow).

Capital withholding tax does not normally need to be withheld by the company on interest under an arm's-length convertible loan. Capital withholding tax on interest paid would only have to be withheld in exceptional cases if the loan is a convertible bond (securitization), the company is a credit institution or financial services institution

within the meaning of the German Banking Act, or the loan is to be regarded as a profit-participating loan or a *jouissance* right because of special conditions with regard to interest, loss participation or rights of influence.

3. UPON CONVERSION

Will Conversion Lead to a Gain of the Lender?

The interesting case is the one of conversion of the loan: Instead of the repayment of the loan in cash, the lender receives shares in the equity capital (shares) from the company.

At times, the tax consequences of the conversion have been discussed more virulently. There are two opposing positions. Pursuant to one position, which is often the more favorable one for the lender, the conversion should regularly not lead to a profit realization; rather, the lender takes over the shares in the company with the amount of the loan repayment claim. No taxes shall accrue.

The other position, which is often less favorable for the lender, would be that the conversion leads to a taxable, exchange-like transaction. According to this view, the lender has to pay tax on the benefits realized during the conversion. Such advantages may

arise, for example, as a result of an improvement according to the conversion conditions compared to the valuation of the preferred shares of other investors in the conversion round ("discount").

To solve such dispute, on April 30, 2018, the German Federal Ministry of Finance issued guidance to the effect of ordering the first more-taxpayer friendly position.

According to the Ministry, the conversion of a convertible bond on the basis of the authority granted in the terms and conditions of an underlying bond does not result in a taxable profit for the lender. In our opinion, this view equally applies to—unsecuritised—convertible loans and to cases in which the conversion takes place on the basis of a conversion right of the Company. The Ministry's view eliminates tax risks for the lender.

Note that, in case accrued interest is also converted within the scope

of the conversion, the question of the taxation of interest arises. In our opinion, this question is not congruent with the question described above as to whether the conversion of the repayment claim (the loan capital) results in a conversion-related profit. The conversion may result in a taxable inflow of interest. In certain loan agreements seen in the market, conversion is intended to result in a retroactive forfeiture of interest, whereby the time factor is nonetheless taken into account in the conversion formula and the number of shares to be issued increases over time. Whether such structuring is effective is not finally clarified. Tax advice should be sought in all constellations because of the tax consequences with regard to interest.

der auszugebenden Anteile zeitbezogen ansteigt. Ob dies die Steuerfolge vermeidet, ist offen. In allen vorgenannten Konstellationen sollte wegen der Steuerfolgen in Bezug auf die Zinsen steuerlicher Rat eingeholt werden.

Entsteht aufgrund der Wandlung ein Gewinn bei der Gesellschaft?

Auch bei der Gesellschaft stellen sich anlässlich der Wandlung steuerlich relevante Fragen. Bei ihr erfolgt aufgrund der Wandlung der Wegfall der Darlehensrückzahlungsverpflichtung. Die darin liegende Stärkung ihres Eigenkapitals ist aus Sicht des deutschen Ertragsteuerrechts vorbehaltlich der nachfolgenden Ausnahme

als Einlage des Darlehensgebers als Neugesellschafter zu behandeln und damit regelmäßig steuerfrei. Anders ist dies allerdings, soweit der Darlehensrückzahlungsanspruch des Darlehensgebers bei Wandlung nicht "werthaltig" ist, also die Gesellschaft die alternative Rückzahlung voraussichtlich nicht hätte leisten können und daher ein potentieller Darlehenskäufer den Darlehensrückzahlungsanspruch (ohne Wandlungsrecht) nur mit einem Wert unter dem Nennbetrag bewertet hätte. In diesem Fall entstünde auf Ebene der Gesellschaft aufgrund des Wegfalls der Rückzahlungsverbindlichkeit ein steuerpflichtiger Gewinn.

Erfolgt die Wandlung im Rahmen einer Finanzierungsrunde und übersteigt das Volumen der Finanzierungsrunde den Rückzahlungsbetrag, so ist das hier beschriebene Risiko jedoch geringer. Es empfiehlt sich in dem Fall, die Wandlung zeitlich unmittelbar im Anschluss an die Einzahlungen aufgrund der Finanzierungsrunde durchzuführen. Nun lässt sich nachweisen, dass die Gesellschaft die Finanzmittel gehabt hätte, das Wandeldarlehen im Zeitpunkt der Wandlung alternativ auch zurückzuführen. Die Werthaltigkeitsfrage ist damit u.E. in vielen Fällen entschärft.

4. NACH DER WANDLUNG

Aufgrund der Wandlung wird der Darlehensgeber Gesellschafter der Gesellschaft und wird ab dem Wandlungszeitpunkt auch steuerlich ausschließlich als solcher behandelt.

Als Anschaffungskosten der Anteile hält er die Anschaffungskosten des Darlehens, regelmäßig dessen Aus- und Rückzahlungsbetrag im Wandlungszeitpunkt nach. Ggf. erhöhen sich die Anschaffungskosten um gewandelte, versteuerte Zinsen (siehe unter vorstehender Ziffer V.3).

Bei zukünftiger Gewinnausschüttung und Anteilsveräußerung erzielt der Darlehensgeber nach der Wandlung je nachdem, ob er die Anteile in seinem Privat- oder einem Betriebsvermögen hält, private oder gewerbliche Kapitalerträge oder Veräußerungseinkünfte.

Gewinnausschüttungen aus deutschen Gesellschaften sind kapitalertragsteuerbelastet, Veräußerungsgewinne nur bei Verwahrung über eine Wertpapiersammelbank.

Will the Conversion Result in a Profit for the Company?

Tax-relevant questions at the time of conversion may also arise for the company. The conversion results in the forfeiture of the company's loan repayment payable. From the point of view of German income tax law, the resulting strengthening of its equity capital is to be treated as a contribution by the lender as a new shareholder subject to the following and is therefore regularly tax-free. The treatment is different, however, if the lender's claim to repayment

of the loan is not "recoverable" upon conversion, i.e., the company would probably not have been able to finance the repayment and therefore a potential loan buyer would have impaired the value of the claim to repayment of the loan (without conversion right) below the nominal amount. In this case, a taxable profit would arise at the level of the company due to forfeiture of the loan repayment payable.

However, aforementioned risk is lower if the conversion takes place

within the framework of a financing round of the company and the volume of the financing round exceeds the repayment amount. In this case, it is advisable to carry out the conversion immediately after the payments on the basis of the financing round. It can now be shown that the company would have had the financial means to repay the convertible loan at the time of conversion. In our opinion, the question of recoverability is, thus, defused in many cases.

4. AFTER CONVERSION

As a result of the conversion, the lender becomes a shareholder of the company and is from that time on treated exclusively as such for tax purposes.

The acquisition cost of the shares is the acquisition cost of the loan and, as a rule, its payout and repayment amount at the conversion date. If necessary, the acquisition costs are increased by converted, taxed interest (see under Sec. V.3 above).

In the event of a future distribution of profits and sale of shares, after conversion, the lender will generate private or commercial investment income or income from disposal,

depending on whether he holds the shares in his private or business assets. Profit distributions shall be subject to capital withholding tax at source, capital gains shall be subject to capital withholding tax at source only if the securities are deposited at a securities depository.

VI. Checkliste Wandeldarlehensverträge

PARTEIEN

- Bei lediglich zwischen Darlehensnehmer und -geber geschlossenen bilateralen Wandeldarlehensverträgen sollte der Darlehensgeber ggf. einen beurkundeten Ermächtigungsbeschluss der Gesellschafterversammlung verlangen.
- Die Bestandsgesellschafter sollten sich entweder im Wandeldarlehensvertrag selbst oder bei einem bilateralen Darlehensvertrag durch einen außerhalb des Darlehensvertrags erfolgenden echten Vertrag zu Gunsten Dritter verpflichten, dafür Sorge zu tragen, dass auch etwaige der Gesellschaft zwischenzeitlich neu beitretende Gesellschafter die Kooperationspflichten nach dem Wandeldarlehensvertrag übernehmen (insbesondere die Herbeiführung der Wandlung).
- Gibt es mehr als einen Darlehensgeber, sollte geregelt werden, dass diese nicht gesamtschuldnerisch haften und ihre Forderungen *pari passu* stehen.

DARLEHEN, DARLEHENS-AUSZAHLUNG UND VERWENDUNGSZWECK

- Soll es Vorgaben für die Darlehensverwendung geben? Der Darlehensgeber wird oftmals vor allem den Abfluss von Mitteln an die Bestandsgesellschafter limitieren wollen.
- Bei an die Erreichung von Meilensteinen geknüpften Auszahlungen sollten die Meilensteine einerseits entsprechend objektiv nachprüfbar formuliert werden, andererseits dem Darlehensnehmer aber nicht die notwendige Flexibilität bei der Weiterentwicklung des Geschäfts nehmen.

VERZINSUNG

- Wie wird das Darlehen verzinst (Zinshöhe, Zinsmethode, ggf. Regelung zur Kapitalisierung von Zinsen)?
- Im aktuellen Umfeld sehen wir häufig Zinsen zwischen 3 – 8% p.a.
- Soll es eine Verzinsung in jedem Fall geben oder nur wenn das Darlehen nicht oder jedenfalls nicht innerhalb einer bestimmten Zeit nach Ausreichung gewandelt wird?

LAUFZEIT

- Ist die Laufzeit in Abhängigkeit zum Darlehenszweck (reines Brückendarlehen oder Darlehen mit stärker langfristigem Finanzierungscharakter) angemessen?
- Bei reinen Brückendarlehen liegt die Laufzeit oft bei sechs Monaten, andernfalls bei 12 bis 24 Monaten, teilweise auch länger.
- Während der Laufzeit soll die ordentliche Kündigungsmöglichkeit ausgeschlossen sein.
- Zudem sollte geregelt werden, ob und unter welchen Voraussetzungen eine vorzeitige freiwillige Rückzahlung durch den Darlehensnehmer zulässig ist.

RANGRÜCKTRITT

- Der Wandeldarlehensvertrag sollte in jedem Fall einen sauber formulierten qualifizierten Rangrücktritt enthalten.
- Bei der Ausgestaltung des Rangrücktritts ist darauf zu achten, dass dieser nicht unbeabsichtigt aus steuerlicher Sicht als Verzicht anzusehen ist und damit zu negativen Steuerfolgen führt.

WANDLUNGSEREIGNIS

- Der Wandeldarlehensvertrag sollte genau festlegen, wann der Darlehensgeber seinen Rückzahlungsanspruch wandeln darf oder sogar muss.
- Als typische Wandlungsereignisse werden i.d.R. jedenfalls die nächste qualifizierte Finanzierungsrunde und das Erreichen des Laufzeitendes des Wandeldarlehens festgelegt. Bisweilen wird ein Exit vor Laufzeitende als Wandlungsereignis vorgesehen. Hier sollten sich die Parteien aber gut überlegen, ob zur Vermeidung weiterer Komplexität im Exitprozess dem Darlehensgeber für den Exitfall nicht der Einfachheit halber ein einmaliger Abfindungsanspruch gegen den Darlehensnehmer zustehen soll.
- Bei der Definition des Exit ist in jedem Fall darauf zu achten, dass die Einräumung bloßer Sicherungsrechte (z.B. Sicherungsübereignung aller oder der wesentlichen Vermögenswerte) nicht versehentlich unter die Definition des Exits fällt.
- Die Anforderungen an die qualifizierte Finanzierungsrunde sind sauber festzuhalten. Dazu gehört z.B., ob die Finanzierungsrunde auch neue Investoren beinhalten muss und dass tatsächlich nur "frisches" Eigenkapital berücksichtigt wird, also z.B. nicht die Einbringung des Wandlungsdarlehens selbst erst dazu führt, dass der Schwellenwert überschritten wird.

VI. Check List for Convertible Loan Agreements

PARTIES

- In case of bilateral convertible loan agreements concluded solely between the borrower and the lender, the lender might want to request a notarized authorization resolution of the shareholders' meeting.
- The existing shareholders should undertake, either in the convertible loan agreement itself or, in the case of a bilateral loan agreement, by concluding a separate agreement in the form of a genuine contract for the benefit of third parties (*echter Vertrag zu Gunsten Dritter*) outside the loan agreement, to ensure that any third parties becoming shareholders of the company in the meantime also assume the cooperation obligations pursuant to the convertible loan agreement (in particular, with regard to the implementation of the conversion).
- In case there is more than one lender, it should be specified that they are not jointly and severally liable and that their claims rank *pari passu*.

LOAN, UTILIZATION AND PURPOSE

- Shall there be specifications for the use of the loan amount? The lender will often try to limit the risk of a distribution or other pay-out of funds to the existing shareholders.
- In case the payments are linked to the achievement of milestones, the milestones should on the one hand be worded in such a way that they can be objectively verified and on the other hand do not deprive the borrower of the necessary flexibility in the further development of the business.

INTEREST

- How will the loan interest be structured (interest rate, calculation method and, as the case may be, provisions regarding the capitalization of interest)?
- In the current environment, we frequently see interest rates between 3 to 8% p.a.
- Shall interest accrue in any case or only if the loan is not converted at all or at least not converted within a certain period after being granted?

TERM

- Is the term appropriate considering the purpose of the loan (merely a bridge loan or loan with long-term financing character)?
- In case of pure bridge loans, the term is often six months, in all other cases between 12 to 24 months, sometimes even longer.
- During the term, the possibility of ordinary termination (*i.e.*, termination other than for cause) shall be excluded.
- In addition, it should be specified whether and under what conditions an early voluntary repayment by the borrower shall be permissible.

SUBORDINATION

- In any case, the convertible loan agreement should contain a properly worded qualified subordination clause.
- When drafting the subordination clause, it is important to ensure that such subordination does not unintentionally qualify as waiver and, thus, triggers negative tax consequences.

CONVERSION EVENT

- The convertible loan agreement should precisely specify when the lender shall be entitled or even obliged to convert his repayment claim.
- Typical conversion events are usually the next qualified financing round and the expiration of the term of the convertible loan. Sometimes, an Exit before the end of the term also qualifies as a conversion event. In such case, however, the parties should carefully consider if, in order to avoid further complexity in the exit process, the lender should, for the sake of simplicity, be entitled to a one-off compensation claim against the borrower.
- When defining the Exit event, care must be taken to ensure that the mere granting of security rights (*e.g.*, transfer/assignment of all or the material part of the assets by way of security) does not inadvertently satisfy the definition of the Exit.
- The requirements of a qualified financing round should be defined precisely. This particularly includes for example whether the financing round must also include new investors and that actually only "fresh money" is taken into account, so that, *e.g.*, the contribution of the convertible loan itself does not finally result in the threshold being exceeded.

ANZAHL NEUER ANTEILE

- Der Wandeldarlehensvertrag muss präzise festlegen, welcher Wandlungsbetrag zu welchem Wandlungspreis gewandelt werden darf. Daraus ergibt sich die Anzahl der neuen an den Darlehensgeber auszugebenden Anteile.
- Für den Wandlungsbetrag ist u.a. entscheidend, ob das Wandeldarlehen bei einer Wandlung verzinst werden soll und ob die aufgelaufenen Zinsen dann ebenfalls gewandelt werden sollen (Regelfall).
- Für eine Wandlung bei Laufzeitende sollte der Wandlungspreis bereits bei Vertragsschluss festgelegt werden.
- Für den Wandlungspreis bei einer Wandlungsrunde wird regelmäßig auf die Pre-Money Bewertung der Wandlungsrunde abgestellt. Hierauf wird dann meist ein Discount gewährt (häufig zwischen 10% und 25%). Zudem sollte erwogen werden Ober- und Untergrenzen für den Wandlungspreis festzulegen (Cap und Floor).

DURCHFÜHRUNG DER WANDLUNG

- Die Wandlung sollte im Rahmen einer Barkapitalerhöhung gegen Ausgabe der neuen Anteile zum Nennwert (also EUR 1,00 bei Anteilen im Nominalwert von EUR 1,00) erfolgen. Der Rückzahlungsanspruch aus dem Darlehensvertrag wird an den Darlehensnehmer aufschiebend bedingt auf den registerrechtlichen Vollzug der Kapitalerhöhung abgetreten und in die Kapitalrücklage des Darlehensnehmers eingebracht.
- Entweder enthält das Wandeldarlehen selbst Regelungen, welche die Bestandsgesellschafter zur Umsetzung der Kapitalerhöhung und zum Verzicht auf ihre andernfalls bestehenden Vorzugsrechte verpflichten (so zu empfehlen bei multilateralen Verträgen) oder solche Regelungen werden außerhalb des Darlehensvertrags in einem entsprechenden Ermächtigungsbeschluss der Gesellschafterversammlung des Darlehensnehmers vorgesehen.

GESELLSCHAFTER-VEREINBARUNG UND POOLING

- Soll eine Regelung aufgenommen werden, wonach der Darlehensgeber einer bestehenden oder im Rahmen der Wandlungsrunde neu abgeschlossenen oder ggf. geänderten Gesellschaftervereinbarung beitreten soll (Achtung, dies kann zu einer Beurkundungspflicht für das Wandeldarlehen führen)?
- Hat der Darlehensnehmer eine Mehrzahl (kleinerer) Wandeldarlehen aufgenommen, kann sich eine Regelung anbieten, welche die Darlehensgeber im Falle der Wandlung zu einer Bündelung ihrer (Kleinst-) Beteiligungen und zur Einräumung einer Stimmvollmacht an den Pool-Führer verpflichtet.

INFORMATIONSEN UND KONTROLLRECHTE

- Welche Informationsrechte soll der Darlehensgeber bekommen, welche regelmäßigen Reportings soll der Darlehensnehmer liefern?
- Sollen bestimmte Handlungen und Maßnahmen beim Darlehensnehmer der vorherigen Zustimmung des Darlehensgebers unterliegen?

GARANTIEN

- Soll der Darlehensnehmer bestimmte Garantien abgeben (in der Praxis tendenziell eher selten) und wenn ja, welche Rechtsfolgen sollen bei einer Garantieverletzung greifen (Schadensersatz in Geld oder kompensierende Kapitalerhöhung)?

SONSTIGE REGELUNGEN

- Der Darlehensvertrag sollte ein generelles Abtretungsverbot mit üblichen Ausnahmen vorsehen.
- Soll der Darlehensnehmer in der Aufnahme weiterer Wandeldarlehen beschränkt werden?
- Soll dem Darlehensgeber eine Meistbegünstigungsklausel eingeräumt werden, wenn später Wandeldarlehen mit für zukünftige Investoren günstigeren Konditionen eingeräumt werden?
- Bisweilen lässt sich der Darlehensgeber ein Bezugsrecht für die Teilnahme an der Wandlungsrunde einräumen.
- Ist ein zeitnaher Flip des Darlehensnehmers eine realistische Option, kann der Wandeldarlehensvertrag auch eine Verpflichtung des Darlehensgebers vorsehen, sein mit dem Darlehensnehmer geschlossenes Wandeldarlehen durch ein ökonomisch äquivalentes Instrument an der neuen Obergesellschaft des Darlehensnehmers zu "ersetzen".

IST DAS DARLEHEN BEURKUNDUNGSPFLICHTIG?

- Bilaterale Darlehensverträge sind nicht beurkundungspflichtig; etwas anderes soll aber für den zugrundeliegenden Ermächtigungsbeschluss der Gesellschafterversammlung gelten (nach teilweise vertretener Ansicht soll dieser sowohl beurkundungs- als auch eintragungspflichtig sein).
- Multilaterale Darlehensverträge mit allen Gesellschaftern sollen dagegen nach vielfach vertretener Auffassung nicht beurkundungspflichtig sein. Etwas anderes gilt, wenn der Wandeldarlehensvertrag eine Pflicht des Darlehensgebers vorsieht, bei Wandlung einer Gesellschaftervereinbarung beizutreten, welche beurkundungspflichtige Regelungen enthält (insbesondere Mitveräußerungspflichten, *Drag-Along Rights*, etc).

NUMBER OF NEW SHARES

- The convertible loan agreement should precisely specify which conversion amount may be converted at which conversion price. This constitutes the basis for determination of the number of new shares to be issued to the lender.
- For the conversion amount it is *inter alia* decisive whether interest is to be paid on the convertible loan upon conversion and whether the interest accrued should also be converted (usual case).
- For a conversion at expiration of term, the conversion price should already be fixed when entering into the contract.
- The conversion price of a Conversion Round is regularly based on the pre-money valuation of the Conversion Round and, in most cases, a discount is applied hereon (often between 10% and 25%). In addition, it should be considered to agree on caps and floors for the conversion price.

IMPLEMENTATION OF THE CONVERSION

- The conversion should be executed in form of a capital increase in cash against the issuance of new shares at par value (i.e., EUR 1.00 for shares with a nominal value of EUR 1.00). The repayment claim will be assigned and contributed into the capital reserve of the borrower subject to the condition precedent that the capital increase is registered.
- Either the convertible loan agreement itself contains provisions which obligate the existing shareholders to implement the capital increase and waive their otherwise existing subscription rights (recommended in the case of multilateral agreements) or such provisions are provided for outside the loan agreement in a corresponding authorization resolution of the shareholders' meeting of the borrower.

SHAREHOLDERS' AGREEMENT AND POOLING

- Should a provision be included according to which the lender shall accede to a shareholders' agreement existing, newly concluded or amended, as the case may be, in the context of the Conversion Round (Attention, this may result in a notarization requirement with respect to the convertible loan)?
- In case the borrower has taken out multiple (smaller) convertible loans, a provision may be advisable, which in the event of conversion, obligate the lenders to pool their (micro) shareholdings and to grant voting power to the pool leader.

INFORMATION AND MONITORING RIGHTS

- Which information rights should the lender have and which regular reports should the borrower provide?
- Should specific actions and measures of the borrower be subject to the prior consent by the lender?

REPRESENTATIONS

- Should the borrower grant certain representations (in practice rarely the case) and, if so, what legal consequences should apply in the event of a breach of such representations (compensation in cash or by issuance of new shares (compensating capital increase))?

OTHER PROVISIONS

- The loan agreement should provide for a general prohibition of assignment with customary exemptions.
- Should the borrower be restricted in drawing further convertible loans?
- Should the convertible loan agreement include a so-called "most favored-nation clause" in case convertible loans are drawn by the borrower in the future providing for more favorable conditions for future investors?
- Sometimes the lender requests a subscription right to participate in the Conversion Round.
- In case a flip of the borrower is a realistic option in the near future, then the convertible loan agreement may also provide for an obligation of the lender to "replace" his convertible loan concluded with the borrower by an economically equivalent instrument with the new parent company of the borrower.

IS A NOTARIZATION REQUIRED?

- Bilateral loan agreements are not subject to a notarization requirement; however, the underlying authorization resolution of the shareholders' meeting shall require notarization (according to a partially represented opinion, the resolution shall require both notarization and registration).
- Multilateral loan agreements with all shareholders according to a widely represented opinion do not require notarization. Something else applies if the convertible loan agreement provides for an obligation on the part of the lender to accede to a shareholders' agreement upon conversion that itself contains provisions that require notarization (in particular obligations to co-sell, drag long rights, etc.).

VII. Exkurs: Förderfähigkeit von Wandeldarlehen

Es gibt in Deutschland und auf Gemeinschaftsebene eine Vielzahl von Förderprogrammen, mit der sich eine private Wandeldarlehensfinanzierung junger Technologieunternehmen kombinieren (hebeln) lassen kann. Dabei gibt es zahlreiche Spielarten, insbesondere Programme, bei denen der Wandeldarlehensgeber einen Zuschuss erhält (am bekanntesten ist hier das unten dargestellte INVEST-Programm) und Programme, bei denen die Förderung dadurch erfolgt, dass eine Institution das Wandeldarlehensinvestment des Business Angel spiegelt, also ein paralleles Wandeldarlehen begibt. Es versteht sich von selbst, dass die nachfolgende Darstellung keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben kann. Hier bedarf es stets einer sorgfältigen Prüfung im Einzelfall, ob das konkrete Vorhaben förderfähig ist und welche Bedingungen und Auflagen Darlehensgeber und -nehmer im konkreten Fall beachten müssen.

1. FÖRDERFÄHIGKEIT DURCH DAS INVEST PROGRAMM

Was ist INVEST? Zur Stärkung des Investitionsstandortes Deutschland im Allgemeinen sowie zur Schaffung besserer Rahmenbedingungen für Investitionen in junge, innovative Unternehmen im Speziellen wurde am 2. April 2014 die "Richtlinie zur Bezuschussung von Wagniskapital privater Investoren für Junge Unternehmen INVEST-Zuschuss für Wagniskapital" erlassen. Diese Richtlinie wurde zum 1. Januar 2017 neu gefasst und im Zuge dessen um einige Komponenten ergänzt. INVEST unterstützt durch einen steuerfreien 20 %-igen Erwerbszuschuss die Beteiligung privater Investoren an Start-ups. Zusätzlich dazu wurde mit der Neufassung ein ebenfalls steuerfreier Exitzuschuss eingeführt, der die zu zahlende Steuer auf Veräußerungsgewinne pauschal erstattet. Er beträgt 25 % des Veräußerungsgewinns und ist auf 80 % des Investitionsbetrags der Anteile begrenzt. Der Exitzuschuss wird aus EU-beihilferechtlichen Gründen nur an natürliche Personen, nicht jedoch

an Beteiligungsgesellschaften etwa in der Rechtsform einer GmbH oder UG geleistet. Beide Zuschüsse sind nach § 3 Nr. 71 EStG einkommensteuerfrei, wenn die untenstehenden Bedingungen erfüllt sind.

Was gilt für die Förderfähigkeit?

Förderbar ist jetzt auch der Anteilserwerb über den Weg eines zuvor gewährten Wandeldarlehens. In diesem Fall darf die Gewährung des Darlehens sowie die Auszahlung der Darlehenssumme an das Unternehmen erst nach Antragstellung durch den Investor erfolgen. Die Ablösung bereits bestehender Kredite durch Wandlung in Anteile bzw. die Wandelung zuvor bestehender Nachrangdarlehen in Eigenkapital ist nicht förderfähig. Das Unternehmen muss durch das Wandeldarlehen über zusätzliche finanzielle Mittel verfügen, das heißt, das Geld muss dem Unternehmen nach Antragstellung durch den Investor von außen zugeführt werden. Darüber hinaus gilt für eine Förderung Folgendes:

- Das Unternehmen darf nicht älter als sieben Jahre sein, muss weniger als 50 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) haben und darf einen Jahresumsatz oder eine Jahresbilanzsumme von EUR 10 Millionen nicht überschreiten. Es muss nachweislich innovativ sowie fortlaufend wirtschaftlich aktiv sein und darf weder börsennotiert sein noch einen Börsengang vorbereiten.
- Der Investor muss an allen Chancen und Risiken des Unternehmens beteiligt werden und darf mit dem Unternehmen nicht verbunden sein. Er muss das 18. Lebensjahr vollendet haben oder eine GmbH oder haftungsbeschränkte Unternehmergesellschaft (UG) sein, deren Anteilseigner das 18. Lebensjahr vollendet haben.
- Erfolgt die Gewährung des Darlehens vor der Bewilligung des Zuschusses, trägt der Antragssteller das Risiko einer möglichen Nichtbewilligung.
- Das Wandeldarlehen muss marktübliche Konditionen

VII. Special Note: Public Subsidy Programs for Convertible Loan Agreements

In Germany and at the EU level, there is a large number of funding programs that can be combined with private convertible loan financings of young technology companies. There are numerous types of programs, in particular those in which the lender receives a subsidy (e.g., the INVEST program described below) and programs in which the support of the institution is provided by mirroring the convertible loan investment of the business angel, i.e., granting a parallel convertible loan. It is clear that the following summary makes no claim to being complete. A careful examination is always required in each individual case to determine whether the specific project is eligible for funding and which conditions and requirements the lender and borrower must observe.

1. THE INVEST PROGRAM

What is INVEST? In order to strengthen Germany as an investment location in general and to create better framework conditions for investments in young, innovative companies in particular, the directive on the subsidization of venture capital by private investors for young enterprises was issued on 2 April 2014. This directive was revised as of 1 January 2017 and some components were added thereto as a result. INVEST supports the participation of private investors in start-ups with a tax-free 20% contribution to the acquisition. In addition, the revised directive also introduced a tax-free exit subsidy, which shall constitute a lump-sum reimbursement of the tax payable on capital gains. It amounts to 25% of the capital gain and is limited to 80% of the total investment amount with respect to the shares. Due to European laws on the permissibility of state aids, the exit subsidy is only paid to natural persons, but not to holding companies, e.g., in the form of limited liability companies

or entrepreneurial companies. Both subsidies are income tax-free according to sec. 3 no. 71 EStG if the following conditions are fulfilled.

When is an Investment Eligible for INVEST? Also the acquisition of shares via a previously granted convertible loan is now eligible for participation in the program. In this case, the granting of the loan and the utilization of the loan amount to the company may only take place after the investor has submitted his application for participation in the program. The repayment of already existing loans by conversion into shares and the conversion of previously existing subordinated loans into equity is, however, not eligible for participation. The company must receive additional financial resources through the convertible loan, i.e., the money must be provided to the company from third parties after the investor has filed his application. In addition, the following has to be considered

with respect to a funding:

- The company must be no older than 7 years, have less than 50 employees (full-time equivalents) and may not exceed annual revenues or an annual balance sheet total of EUR 10 million. It must be provably innovative and be continuously economically active and may not be listed on a stock exchange or be preparing for an initial public offering (IPO).
- The investor must participate in all chances and risks of the company and must not be associated with the company. The investor must have reached the age of 18 or be a limited liability or entrepreneurial company whose shareholders have reached the age of 18.
- In case the loan is granted prior to the subsidy being awarded, the applicant bears the risk of a

aufweisen. Das heißt nach gegenwärtiger Verwaltungspraxis zusammengefasst insbesondere: Die Zinsen im Falle eines Wandeldarlehens dürfen maximal 10 % p.a. betragen; der Discount maximal 30 %. Ein Cap muss mindestens der Post-Money-Bewertung der letzten Finanzierungsrunde entsprechen. Marktübliche Liquidationspräferenzen und Anti-Dilution-Regelungen sind zulässig. Die spätere Wandlung des Darlehens in Anteile an dem Unternehmen muss im Darlehensvertrag vorgesehen sein. Die Wandlung der Anteile (Nominalwert plus Agio) muss innerhalb von 15 Monaten nach Ausstellung des Bewilligungsbescheides erfolgen und dem BAFA innerhalb dieses Zeitraumes nachgewiesen werden (in der Praxis führt das dazu, dass dann das Wandeldarlehen eine Laufzeit von i.d.R. nicht mehr als 13 Monate haben kann, will man noch etwas Puffer für die Wandlung lassen).

- Die Auszahlung des Zuschusses erfolgt (auf den gewandelten Betrag) erst nach der Wandlung. Förderfähig sind nur diejenigen Anteile, die mit der gewährten Darlehenssumme erworben werden. Förderfähig ist nur der Erwerb von neu ausgegebenen Anteilen (kein Erwerb von bereits bestehenden Anteilen von einem anderen Gesellschafter). Anteile, die mit einem zwischenzeitlich entstandenen Zinsanspruch erworben werden, können nicht bezuschusst werden.

- Die Dauer der Beteiligung muss mindestens drei Jahre betragen (sog. Mindesthaltedauer). Die Mindesthaltedauer für die Anteile beginnt mit der Wandlung. Es kann nur ein Zahlungsabruf erfolgen, auch wenn die Wandlung des Darlehens in mehreren Kaptalerhöhungsrunden stattfindet.
- Die Mindestbeteiligungshöhe beträgt EUR 10.000. Ist die Einzahlung der Kapitalbeteiligung an bestimmte Meilensteine (z. B. Ziele bei Umsatz oder Gewinn) gebunden, so muss jede einzelne Zahlung des Investors mindestens EUR 10.000 betragen. Im Falle von Wandeldarlehen sind Meilensteinvereinbarungen nicht zulässig. Der Erwerb kann nur auf eigene Rechnung und vom eigenen Geld (keine Kreditfinanzierung der Anteile) erfolgen.

Jeder Investor kann pro Jahr Zuschüsse für Beteiligungen in Höhe von bis zu EUR 500.000 statt bislang EUR 250.000 beantragen. Zusätzlich ist für Investoren, die sich einer Beteiligungsgesellschaft bedienen, die Summe der förderfähigen Beteiligungen auf maximal EUR 1.000.000 in drei Jahren begrenzt. Pro Unternehmen können Anteile im Wert von bis zu drei Millionen Euro pro Jahr bezuschusst werden.

possible non-approval.

- The convertible loan must provide for market standard conditions. This means, summarized based on present administrative practice, in particular: The interest rate in case of a convertible loan may not exceed a maximum of 10% p.a.; the discount is limited to a maximum of 30%. A cap must at least correspond to the post-money valuation of the last financing round. Market standard liquidation preferences and anti-dilution provisions are permissible. The future conversion of the loan into shares of the company must be set out in the loan agreement. The conversion of the shares (nominal value plus premium) must occur within a period of 15 months following the issuance of the notice of approval and must be proven to BAFA within this period (consequently, in practice the convertible loan therefore can have a term of not more than 13 months, if you want to leave some buffer for the conversion).
- The pay-out of the subsidy (on the converted amount) will only be effected following the conversion. Only those shares are eligible for subsidization that are acquired with loan amount granted (no

acquisition of already existing shares from another shareholder). Also, those shares acquired with an interest claim that arises in the meantime cannot be subsidized.

- The participation must be held for at least three years (so-called minimum holding period). The minimum holding period for the shares commences with the conversion. The pay-out of the subsidy can only be requested once, even if the conversion of the loan takes place by several capital increases.
- The minimum investment amounts to EUR 10,000. In case the contribution of the capital is linked to certain milestones (e.g., targets with respect to revenues or profit), each individual payment by the investor must amount to at least EUR 10,000. In case of convertible loans, milestone agreements are not permitted. The acquisition can only be made on one's own

account and from own cash (no credit financing of the shares).

Each investor can apply for subsidies for investments of up to EUR 500,000 per year, instead of the previous EUR 250,000. In addition, for investors who make use of an investment company, the sum of the eligible investments is limited to a maximum of EUR 1 million over three years. Shares worth up to EUR 3 million per year can be subsidized per company.

2. WEITERE FÖRDERPROGRAMME

Während im Rahmen des INVEST Programms echte Zuschüsse zu einem Investment beantragt werden können, ermöglichen viele andere Förderprogramme eine Aufstockung von privaten Wandeldarlehen, dadurch dass das Darlehen des privaten Investors gespiegelt wird. Es wird also die Option auf ein weiteres Wandeldarlehen eröffnet, das in der Regel dieselben oder ähnliche Konditionen bietet wie das des privaten Investors. Nicht selten sind solche Förderprogramme regional begrenzt, also etwa nur für Unternehmen mit Sitz in dem betreffenden Bundesland verfügbar.

Zu dieser Kategorie gehören beispielsweise die folgenden Programme:

NRW.SeedCap Digitale Wirtschaft:

Mit diesem Förderprogramm möchte die NRW.BANK Jungunternehmer mit digitalen Geschäftsideen in der Frühphase der Unternehmensgründung unterstützen. Voraussetzung für eine Förderung ist, dass ein qualifizierter Lead Investor oder Business Angel das Vorhaben positiv bewertet hat und selbst einen Finanzierungsanteil von mindestens der gleichen Höhe wie die NRW.BANK in Form eines Wandeldarlehens oder einer Beteiligung bereitstellt⁸.

Start-up BW Pre-Seed: Dieses Förderprogramm des Landes Baden-Württemberg zielt darauf ab, aussichtsreiche junge Unternehmen finanzierungsreif für institutionelle Anleger zu machen, um ihnen so ein erfolgreiches

Wachstum zu ermöglichen. Die Mittel werden in Zusammenarbeit mit erfahrenen Acceleratoren, Inkubatoren oder Start-up-Initiativen als Kooperationspartnern vergeben. Das Mezzanin-Finanzierungsinstrument wird im Verhältnis 80 zu 20 (Land zu Kooperationspartner bzw. Co-Investor) vom Land zinslos sowie ohne bankübliche Besicherung gewährt und beinhaltet einen nicht rückzahlbaren Zuschuss in Höhe von EUR 20.000. Die Beteiligten sind im Rahmen des Programms auch berechtigt, ihre Zuwendung in Geschäftsanteile des Unternehmens zu wandeln¹⁰.

High-Tech Gründerfonds: Auch der mit ca. 40 Seed-Investments pro Jahr für die Frühphasenfinanzierung in Deutschland besonders bedeutsame High-Tech Gründerfonds, ein Public-Private-Partnership des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, der KfW, der Fraunhofer-Gesellschaft sowie zahlreicher Wirtschaftsunternehmen (kurz "HTGF"), vergibt im Rahmen flexibler Finanzierungslösungen auch Wandeldarlehen. Dabei investiert der HTGF als Lead Investor allein oder ggf. auch zusammen mit weiteren Partnern, die von der Geschäftsidee bereits überzeugt werden konnten¹².

Die Wandeldarlehensfinanzierung durch den HTGF weicht von der in dieser Publikation dargestellten Vertragsgestaltung allerdings ab: Im Standardfall investiert

der HTGF einen Betrag von EUR 600.000 (bei Seed-Investments kann der HTGF bis zu EUR 1.000.000 in der ersten Runde investieren) in einer Kombination aus offener Beteiligung von 15% am Darlehensnehmer, welche zu nominal an den HTGF ausgegeben wird, und einem Wandeldarlehen in Höhe des Restbetrags. Das Wandeldarlehen wird mit 6% p.a. verzinst, wobei die Zinsen für die ersten vier Jahre gestundet werden. Das Wandeldarlehen kann dann in Folgerunden zu den Konditionen der jeweiligen Runde in Eigenkapital gewandelt werden, um abhängig vom Finanzierungsvolumen (die Pre-Money Bewertung der Folgerunde spielt hier indes keine Rolle) möglichst lange eine Verwässerung des HTGF unter 15% zu verhindern.

8. Details zu den Voraussetzungen und Modalitäten des Programms finden sich unter: https://www.nrwbank.de/de/themen/eigenkapital/0742_Eigenkapital_SeedCap_DigitaleWirtschaft.html.

10. Details zu den Voraussetzungen und Modalitäten des Programms finden sich unter: <https://www.startupbw.de/finanzierung-foerderung/finance/pre-seed/>.

12. Weitere Informationen finden sich unter: <https://high-tech-gruenderfonds.de/>.

2. OTHER SUBSIDY PROGRAMS

While under the INVEST program real subsidies to an investment can be applied for, many other public subsidy programs allow private convertible loans to be increased by mirroring the loan of the private investors. This offers the option of an additional convertible loan, usually on the same or similar conditions as the private investor's convertible loan. It is not unusual for such public funding programs to be regionally limited, *i.e.*, they are only available to companies with registered seat in the relevant federal state.

This category includes, for example, the following programs:

NRW.SeedCap Digitale Wirtschaft:

This funding program by the NRW.BANK aims to support young entrepreneurs with digital business ideas in the early stages of setting up a company. Prerequisite for a subsidization is that a qualified lead investor or business angel has positively evaluated the project and itself grants a financing portion of at least the same amount as the NRW.BANK in the form of either a convertible loan or a participation.⁹

Start-up BW Pre-Seed:

This funding program of the state of Baden-Württemberg aims to prepare promising young companies for financing by institutional investors in order to enable them to grow successfully. The funds are provided in cooperation with experienced

accelerators, incubators or start-up initiatives as cooperation partners. The mezzanine financing instrument is granted by the state at a ratio of 80 to 20 (state to cooperation partner/co-investor), interest-free and without usual bank collateral being required, and includes a non-repayable grant in the amount of EUR 20,000. In the context of this program, the participants are also entitled to convert their contribution into shares in the company.¹¹

High-Tech Gründerfonds:

The High-Tech Gründerfonds, a public-private partnership of the Federal Ministry of Economic Affairs and Energy, KfW, Fraunhofer-Gesellschaft and numerous corporate investors ("HTGF"), which with approximately 40 seed investments p.a. is particularly important for early-stage financing in Germany. The HTGF also grants convertible loans as part of flexible financing solutions. In this respect HTGF either invests alone as a lead investor or, as the case may be, also together with other investors, who could already be convinced of the business idea.

However, the HTGF's convertible loan financing deviates from the structure described in this publication: In the standard case, the HTGF invests an amount of EUR 600,000 (for seed investments, the HTGF can invest up to EUR 1 million in the first round) by way of a combination of an open participation of 15% in the borrower, which is issued at nominal value to the HTGF, and a convertible loan corresponding to the remaining amount. The convertible loan carries interest at a rate of 6% p.a., with interest being deferred for the first four years. The convertible loan can then be converted into equity in subsequent financing rounds at the conditions of the respective round in order to avoid a dilution of HTGF below 15% for as long as possible depending on the financing volume (the pre-money valuation of the following round is, however, not relevant).

9. More details on the requirements and modalities of the program can be found at: https://www.nrwbank.de/de/themen/eigenkapital/0742_Eigenkapital_SeedCap_DigitaleWirtschaft.html.

11. More details on the requirements and modalities of the program can be found at: <https://www.startupbw.de/finanzierung-foerderung/finance/pre-seed/>.

13. More details can be found at: <https://high-tech-gruenderfonds.de/>.

VIII. Exkurs: Einführung in SAFEs

1. EINFÜHRUNG

SAFEs vs. Convertible (Promissory) Notes¹⁴:

"SAFE" steht für *Simple Agreement for Future Equity* (Basisvertrag für künftiges Eigenkapital).

Als Ersatz für "herkömmliche" *Convertible Notes* in den USA eingeführt, haben sich SAFEs zwischenzeitlich zu einem beliebten Finanzierungsinstrument für Start-ups in der Frühphase entwickelt. SAFE ist eine einfache Finanzierungsvereinbarung, welche aus einem einzigen Dokument besteht und für Start-ups und ihre Investoren in der Frühphase allgemein akzeptable Bedingungen enthält. Daher bedürfen sie wenig bis gar keiner Verhandlung. Bei SAFEs stellen Investoren der Gesellschaft Barmittel zur Verfügung und erhalten als Gegenleistung die Zusicherung, bei der nächsten (Eigenkapital-)Finanzierungsrunde eine (Eigenkapital-)Beteiligung an der Gesellschaft zu erhalten.

Vor der Einführung von SAFEs nahmen viele Start-ups in ihrer Frühphase zumeist *Convertible Notes* auf, um sich vor ihrer ersten (Eigenkapital-)Finanzierungsrunde Kapital zu beschaffen. Im Gegensatz zu einem SAFE handelt es sich bei einer *Convertible Note* um ein Fremdkapitalfinanzierungsinstrument. Die Forderung unter der *Convertible Note*

erlischt, wenn die *Convertible Note* vor Fälligkeit (im Rahmen der nächsten (Eigenkapital-)Finanzierungsrunde) in Vorzugsanteile umgewandelt wird. Die Ausgabe von Vorzugsanteilen bedarf einer umfangreichen und komplexen Dokumentation, die gegebenenfalls über mehrere Wochen ausverhandelt werden muss. Im Vergleich dazu ist die für *Convertible Notes* erforderliche Dokumentation im Hinblick auf Verhandlung und Abschluss wesentlich einfacher und günstiger.

Dennoch müssen die Parteien auch bei der Ausgabe von *Convertible Notes* die *Convertible Note* selbst sowie den zugehörigen Kaufvertrag (sog. *Notes Purchase Agreement*) aushandeln und abschließen. Wenngleich weniger komplex als die Dokumentation einer (Eigenkapital-)Finanzierungsrunde, benötigen auch die Verhandlung und der Abschluss der vorgenannten Dokumente Zeit und verzögern den tatsächlichen Zufluss der Finanzmittel der Investoren in das Unternehmen.

Im Gegensatz zu einer *Convertible Note* sind SAFEs keine Fremd-, sondern Eigenkapitalfinanzierungsinstrumente. SAFEs tragen weder Zinsen, noch haben sie ein Fälligkeitsdatum. Somit können mit SAFEs die mit dem Investment angestrebten Interessen und

Absichten des Start-ups und seiner Investoren im Allgemeinen besser verfolgt werden. Da es sich bei *Convertible Notes* um Fremdkapitalfinanzierungsinstrumente handelt, müssen die Parteien sich über einen Zinssatz einigen und den Fälligkeitstermin für die Wandlung aushandeln, bis zu welchem die Gesellschaft eine Eigenkapitalfinanzierung abschließen muss, um die *Convertible Notes* umzuwandeln. Andernfalls werden die Forderungen unter den *Convertible Notes* zum Fälligkeitstermin fällig und zahlbar. Das Start-up und seine Investoren sehen das Investment jedoch in der Regel weniger als ein Darlehen an die Gesellschaft an, vielmehr wird das Investment als eine vorgezogene Eigenkapitalfinanzierung verstanden. Aufgrund der Ungewissheit über den Zeitpunkt, zu dem das Start-up eine Eigenkapitalfinanzierung durchführen kann, muss man die auflaufenden Zinsen sowie die Laufzeit der *Convertible Notes* stets im Blick haben, sodass ggf. die Laufzeit verlängert werden kann und somit die nächste Eigenkapitalfinanzierungsrunde vor der Endfälligkeit der *Convertible Note* durchgeführt wird. Nur so kann sichergestellt werden, dass die nächste Finanzierungsrunde vor der Fälligkeit der *Convertible Note* abgeschlossen wird. Zudem

14. *Convertible (Promissory) Notes* werden häufig mit "Schuldscheindarlehen" übersetzt, weichen bei ihren Regelungen jedoch von einem „klassischen“ deutschen Schuldscheindarlehen ab und sind eher als eine Art Schuldanerkenntnis/-versprechen mit Beweischarakter anzusehen. Um eine Verwechslung mit den deutschen Instrumenten wie bspw. Schuldscheindarlehen zu vermeiden wird im Folgenden auch im deutschen Text der Begriff *Convertible Note* verwendet.

VIII. Special Note: Introduction to SAFEs

1. INTRODUCTION

SAFEs vs. Convertible (Promissory) Notes:

"SAFE" stands for *Simple Agreement for Future Equity*. It was introduced in the U.S. as a replacement for "traditional" convertible promissory notes (herein referred to as "convertible notes") and has become a popular means of fundraising for early-stage start-ups. SAFE is a simple, one-document security with terms that are generally acceptable to start-up companies and their early investors and require little to no negotiation. Using a SAFE, an investor invests cash into a company in exchange for the promise of obtaining equity upon the initial closing of the company's next equity financing.

Before SAFEs were introduced, early-stage start-ups widely used convertible notes to raise capital before their first equity financing. Unlike a SAFE, a convertible note is a debt instrument which is a debt obligation of a company before it is converted into preferred stock of the company at the company's next equity financing, which must consummate before the maturity date of the convertible note. Compared to issuing shares of preferred stock, which involves complex equity financing documents that could take weeks to negotiate, convertible notes are much simpler and cheaper to issue and negotiate. However, issuing convertible notes still requires the

parties to enter into and negotiate a promissory note purchase agreement and the underlying convertible note. Although these documents are less complex than equity financing documents, they still take time to negotiate and finalize before a company can accept investment from its investors.

Unlike a convertible note, a SAFE is not a debt instrument but an equity instrument which does not have an interest rate or a maturity date. SAFEs are more generally aligned with the interest and intent of a start-up company and its investors regarding their investment. Because convertible notes are debt instruments, the parties must negotiate an interest rate and set a maturity date for the notes, by which time the company has to consummate an equity financing to cause the notes to convert, otherwise the notes will become due and payable upon such maturity date. A start-up company and its convertible note investors rarely consider their investment a loan to the company. Instead, they consider the investment a prepayment of the investors' equity investment into the company. Due to the uncertainty of the timing that a start-up company may be able to close its equity financing, both the company and its convertible note investors would have to keep track of interest accrued under

the convertible notes and extend the maturity date of such notes so that the company's next equity financing will occur before the maturity date. This is to ensure that the convertible notes will convert into the company's preferred stock without becoming due and payable. The need to keep track of the accrued interest (which, depending on the interest rate and the time a convertible note remains outstanding, may substantially increase the conversion amount and result in greater dilution to the founders and other existing investors than originally contemplated) and to extend the maturity date of convertible notes require unnecessary time and expense that the company and its investors have to incur before the company's next equity financing.

In comparison, the terms for a SAFE are relatively simple and straightforward, and often the only items that need to be negotiated are the **discount rate** and/or **valuation cap**. There are no maturity dates or interest rates for SAFEs, and SAFEs will always automatically convert at a company's next equity financing. An additional benefit of using SAFEs is that instead of trying to coordinate a single close with all investors, companies using SAFEs can close with an investor as soon as both parties are ready to sign.

kann der Wandlungsbetrag, je nach Zinssatz und Laufzeit der *Convertible Note* erheblich in die Höhe getrieben werden, was somit zu einer stärkeren Verwässerung der Gründer und anderen Investoren als anfänglich vorgesehen führt. Vorgenannte Maßnahmen kosten das Unternehmen und seine Investoren vor der anstehenden Eigenkapitalfinanzierungsrunde unnötig Zeit und Geld.

Die Bedingungen eines SAFEs sind vergleichsweise einfach und unkompliziert. Häufig sind nur ein Abschlag bei der Bewertung (**Discount**) und/oder die Bewertungs-obergrenze (**Cap**) zu verhandeln. SAFEs kennen weder Zinsraten noch Fälligkeitsdaten und sie werden im Rahmen der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde

bei der Gesellschaft automatisch umgewandelt. Ein weiterer Vorteil der SAFEs besteht darin, dass Unternehmen nicht versuchen müssen, ein gemeinsames Closing mit allen Investoren zu koordinieren, stattdessen kann mit dem einzelnen Investor geclosed werden, sobald beide Parteien bereit sind zu unterschreiben.

2. POST-MONEY SAFES UND PRE-MONEY SAFES

Im Laufe der Jahre begannen immer mehr Unternehmen bereits in der Frühphase, größere Mengen an Kapital mit SAFEs aufzunehmen. Dadurch entwickelten sich SAFE-basierte Finanzierungen von kurzfristigen Brückenfinanzierungen mehr und mehr zu unabhängigen Seed-Runden. Als Reaktion darauf führte Y Combinator Ende 2018 den "**Post-Money-SAFE**" ein; dieser behandelt alle SAFEs und alle anderen von einer Gesellschaft vor ihrer nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde ausgegebenen Convertible Notes oder Eigenkapitalinstrumente als unabhängige Seed-Runde mit einer zuvor festgelegten Post-Money-Bewertung. Seitdem werden die ursprünglichen SAFEs oft als "**Pre-Money SAFES**" bezeichnet.

Aktuell gibt es sechs Arten von SAFEs, die am häufigsten verwendet werden:

Pre-Money SAFE:

- Mit Bewertungsobergrenze (Cap);
- Mit Bewertungsabschlag (Discount);
- Sowohl mit Cap als auch Discount;

Post-Money SAFE:

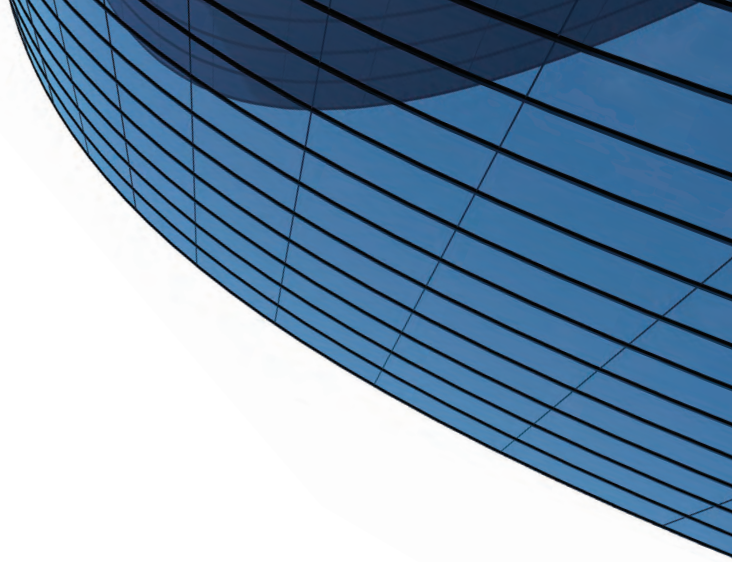
- Mit Bewertungsobergrenze (Cap);
- Mit Bewertungsabschlag (Discount); und
- Sowohl mit Cap als auch Discount.

Darüber hinaus kann ein Pre-Money SAFE durchaus weitere wichtige Bedingungen enthalten, darunter eine Meistbegünstigungsklausel (most favored nation - MFN) und ein *pro rata* Recht.

Bewertungsobergrenze:

SAFEs werden bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde der Gesellschaft in Vorzugsanteile gewandelt. Bei einem Pre-Money SAFE werden in einer Finanzierungsrunde, in welcher die pre-money-Bewertung höher ist als das mit dem Investor vereinbarte Cap, die SAFEs zum Wandlungspreis, welcher auf der Basis der mit dem Investor vereinbarten Bewertungsobergrenze berechnet wird, in "SAFE-Vorzugsanteile" gewandelt.

Dabei erhält der SAFE-Investor Vorzugsanteile einer Anteils-klasse, die den im Rahmen der Eigenkapitalfinanzierungsrunde an neue Investoren ausgegebenen Vorzugsanteilen ("**Standard-Vorzugsanteile**") entsprechen. Die SAFE-Investoren erhalten (relativ gesehen) mehr Vorzugsanteile an der Gesellschaft in Form von SAFE-Vorzugsanteilen, die die gleichen Rechte, Privilegien, Präferenzen und Beschränkungen haben wie die Standard-Vorzugsanteile, mit der Ausnahme, dass die SAFE-Vorzugsanteile den Liquidationsvorzug und Umwandlungspreis haben, die dem auf der Grundlage der Bewertungsobergrenze berechneten Umwandlungspreis entsprechen.



2. POST-MONEY SAFES AND PRE-MONEY SAFES

Over the years, more and more early-stage companies started raising larger amounts of capital using SAFEs, turning SAFE-based financings from shorter-term bridge financings to independent seed rounds. In response, in late 2018, Y Combinator introduced the “**post-money SAFE**,” which treats all SAFEs and any other convertible notes or equities issued by a company prior to its next equity financing as an independent seed round with a pre-determined post-money valuation. Since then, the original SAFEs have often been referred to as the “**pre-money SAFES**.” There are now six types of SAFES that are most commonly used:

Pre-Money SAFE:

- With valuation cap;
- With discount rate;
- With both a valuation cap and a discount rate;

Post-Money SAFE:

- With valuation cap;
- With discount rate; and
- With both a valuation cap and a discount rate.

The pre-money SAFE could have several other key features, including a most favored nation (MFN) provision and a *pro rata* right.

Valuation Cap:

A SAFE converts into shares of preferred stock upon the company's next equity financing. For a pre-money valuation SAFE, if the company is raising an equity round at a pre-money valuation that is higher than the valuation cap negotiated by an investor, the SAFE will convert at the conversion price based on the valuation cap into shares of a shadow series (the “SAFE Preferred Stock”) of the preferred stock that is issued at the next equity financing to new cash investors (the “Standard Preferred Stock”).

The SAFE investors will receive more shares of the company's preferred stock in the form of SAFE Preferred Stock, which will have identical rights, privileges, preferences and restrictions as the Standard Preferred Stock, except that the shares will have a liquidation preference and conversion price that is equal to the conversion price calculated based on the valuation cap.

3. TYPISCHE BESTIMMUNGEN IN SAFEs

Bewertungsabschlag (Discount):

SAFEs können für den Wandlungspreis einen Abschlag je Standard-Vorzugsanteil vorsehen. Damit machen SAFE-Investoren bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung ein besseres Geschäft als die anderen Investoren, da sie mehr Anteile an der Gesellschaft in Form von SAFE-Vorzugsanteilen erhalten.

Bewertungsobergrenze (Cap) & Bewertungsabschlag (Discount):

Während SAFEs mit lediglich einem Cap am häufigsten vorkommen, können SAFEs sowohl ein Cap als auch einen Discount enthalten. Wenn SAFEs sowohl ein Cap als auch einen Discount vorsehen, wandeln sich SAFEs in die größere Anzahl von SAFE Vorzugsanteilen an der Gesellschaft um, die sich nach der Cap oder Discountmethode errechnen.

Meistbegünstigungsklausel:

SAFEs können auch eine Meistbegünstigungsklausel enthalten. Wenn eine Gesellschaft SAFEs mit Meistbegünstigungsklauseln abschließt und später weitere SAFEs abschließt, deren Bestimmungen besser sind als die des ersten SAFE, gelten diese automatisch für die zuvor ausgegebenen SAFEs.

Pro Rata Recht:

SAFEs können auch ein pro rata Recht beinhalten, das dem SAFE-Investor das Recht einräumt, an zukünftigen Finanzierungsrunden der Gesellschaft teilzunehmen, die nach der Eigenkapitalfinanzierungsrunde des Unternehmens, in welcher der SAFE gewandelt wird, durchgeführt werden. Bei einem Post-Money SAFE kann ein SAFE-Investor im Rahmen eines Side Letters fordern, dass die Gesellschaft diesem Investor das Recht einräumt, an der nächsten Eigenkapitalfinanzierung bei der SAFEs gewandelt werden, teilzunehmen.

SAFEs haben sich in den USA als eine akzeptable und oft bevorzugte Form der Seed-Finanzierung für ein Start-up-Unternehmen und seine Investoren durchgesetzt.

Nach unseren Erfahrungen gewinnen SAFEs auch außerhalb der USA an Bedeutung, z.B. in Großbritannien und Frankreich. Es ist zu erwarten, dass SAFE-Finanzierungen in den kommenden Jahren in der EU und auch in Deutschland verstärkt eingesetzt werden, auch wenn wir festgestellt haben, dass aufgrund der Besonderheiten und Einschränkungen des deutschen Gesellschaftsrechts die typischen SAFE-Klauseln und Strukturen einige Änderungen erfordern werden.

3. TYPICAL PROVISIONS IN SAFEs

Discount Rate:

A SAFE could provide for the conversion price of the SAFE to be at a discount from the per share purchase price of the Standard Preferred Stock. This provides SAFE investors a better deal than an investor at the next equity financing because they will receive more shares of the company's preferred stock in the form of SAFE Preferred Stock.

Valuation Cap & Discount Rate:

While a SAFE with only a valuation cap is most common, a SAFE can have both a valuation cap and a discount rate. If a SAFE provides for both a valuation cap and a discount rate, then the SAFE will convert into the larger number of shares of a company's preferred stock calculated based on the valuation cap or discount rate method in the form of SAFE Preferred Stock.

MFN Provision:

A SAFE could also include a MFN Provision. If a company issues a SAFE with a MFN Provision and later issues additional SAFEs with provisions that are better than those in the first SAFE, the first SAFE will automatically be amended to include the better provisions.

Pro Rata Right:

A SAFE may also include a Pro Rata Right, which provides the SAFE investor the right to participate in a company's future rounds of financing consummated after the company's equity financing pursuant to which the SAFE converts. For a post-money SAFE, a SAFE investor may request via a side letter that the company grant such investor the right to participate in the next equity financing at which the SAFE will convert.

SAFEs have been widely accepted in the U.S. as an acceptable and often-times preferred form of seed financing for a start-up company and its investors. According to our experience, SAFEs are also gaining popularity in non-U.S. jurisdictions such as the U.K. and France. We expect to see more adoption of SAFE financings in the E.U. in the years to come including Germany though we noted that due to the particularities and restrictions of German corporate law the typical SAFE contracts and structures will require some amendments.

B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen

Our International Platform for Technology Companies



The leading German legal data base JUVE nominated us for

Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year in Germany 2019 and 2017.



Tech Group of the Year 2018
Law360



Leader in Venture Capital and Corporate Practice
Legal 500



Most Active VC law firm in Europe for 14 quarters in a row
PitchBook H1 2019

Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Betterment | Cisco | Getaround | Intel
Microsoft | NVIDIA | Oracle | Pinterest
Planet Labs | Revolut | SoFi | Sonos | Stripe**

Orrick counsels more than 2,700 tech companies as well as the most active funds, corporate venture investors and public tech companies worldwide. Our focus is on helping disruptive companies tap into innovative legal solutions.

We are a top 10 law firm for global M&A volume (*MergerMarket*) and the #1 most active law firm in European venture capital, and M&A exits (*PitchBook*).



Honored for Connecting the German Mittelstand with Start-ups

In its **2017 European Innovative Lawyers Report**, the *Financial Times* awarded our German Technology Team a top three position in the category of supporting start-ups and innovation. In this Europe-wide and in-depth research, the *Financial Times* labeled our corporate venture capital initiative led by Düsseldorf partner Sven Greulich as "outstanding." In its reasoning, the *Financial Times* further stated: "Connecting Germany's Mittelstand (mid-sized companies) with start-ups, the firm is tackling tax issues in stock option plans, making bridges between Silicon Valley and Germany, and showing the way for successful investments."



The State of European Tech

The 2018 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in collaboration with *Slush* and supported by Orrick, is the latest evidence of Europe's growing influence in the global tech ecosystem.

A TRULY GLOBAL PLATFORM.

Coatue Management

Investment into the \$1 billion Series H for Swiggy
Investor's Counsel

Getaround

\$300 million Series D financing
Company Counsel

Revolut

\$250 million Series C financing
Company Counsel

Stripe

\$245 million Series E financing
Company Counsel



WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

8 of the 10 largest Silicon Valley/SF Bay Area Companies by Market Capitalization

20% of all **US\$ 1 Billion+ Unicorns** in the U.S. and U.K. Markets

6 of the **Fortune 10** TMT Companies

In 2018, advised on more than **860 VC financings** valued at **over \$14.6 billion** for companies based in **35** countries.

Operating in 25 markets worldwide, we offer holistic solutions for companies at all stages, executing strategic transactions but also protecting intellectual property, managing cybersecurity, leveraging data and resolving disputes. We are helping our clients navigate the regulatory challenges raised by new technologies such as crypto currencies, autonomous vehicles and drones. A leader in traditional finance, we work with the pioneers of marketplace lending.

We innovate not only in our legal advice but also in the way we deliver legal services, earning us the #1 spot on *Financial Times'* list of the most innovative North American law firms in 2016, 2017 and 2018.

C. Die Autoren / About the Authors



Carsten Bernauer

Düsseldorf

cbernauer@orrick.com

Carsten Bernauer ist Counsel im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Er ist neben der Beratung "klassischer" nationaler und grenzüberschreitender Unternehmens- und Private Equity-Transaktionen sowie Konzernumstrukturierungen (einschließlich Restrukturierungen im Rahmen von Insolvenzen) insbesondere auch auf die Beratung von Venture Capital-Finanzierungen und Technologieunternehmen durch alle Wachstumsphasen spezialisiert.

Carsten Bernauer is a Counsel in our Tech Transaction and M&A practice. Beside advising on "traditional" national and cross-border corporate and private equity transactions as well as corporate restructurings (including insolvency restructurings), he particularly focuses on venture capital financing and advising technology companies through all growth stages.



**Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA
(Author and Editor)**

Düsseldorf

sgreulich@orrick.com

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA, Partner im Bereich Technologietransaktionen und M&A, ist spezialisiert auf Venture Capital-Finanzierungen und die Beratung wachstumsstarker Technologieunternehmen. Seine Tätigkeit für innovative Technologieunternehmen gerade an der Schnittstelle zwischen Deutschland und den USA wurde mehrfach ausgezeichnet.

Dr. Sven Greulich LL.M. EMBA is a partner in our Tech Transaction and M&A Practice and focuses on venture capital financing and advising high-growth technology companies. His work for technology companies in cross-border engagements has won several awards.



Christine Kaniak, LL.M. (Waikato)

Munich

ckaniak@orrick.com

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) ist Partnerin im Finance-Team von Orrick. Neben "klassischen" Akquisitionsfinanzierungen berät sie sowohl zu VC-Finanzierungen als auch Venture Debt.

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) is a partner in our Finance Team. She advises on acquisition financings and is counsel to VC and VL investors.



Dr. Johannes Rüberg

Düsseldorf

jrueberg@orrick.com

Dr. Johannes Rüberg ist Managing Associate im Bereich Technologietransaktionen und M&A und ist insbesondere auf die Beratung junger Unternehmen und ihrer Investoren von der Gründung, über mehrere Finanzierungsrunden bis zu ihrem Exit spezialisiert.

Johannes Rüberg is a managing associate in the Technology Transaction and M&A Practice and focuses in particular on advising technology companies and their investors from incorporation through financings to exit transactions.



Andrea Schlote

Munich

aschlote@orrick.com

Andrea Schlote ist Managing Associate im Bereich Technologietransaktionen und M&A und berät insbesondere Unternehmen in der Frühphase umfassend in den Bereichen Gesellschaftsrecht und Finanzierung.

Andrea Schlote is a managing associate in Technology Transaction and Practice with a special focus on advising emerging growth companies on a wide variety of corporate and financing matters.



Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein

Düsseldorf

sschnitzlein@orrick.com

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein ist Rechtsanwalt und Steuerberater. Er ist Partner im Bereich Steuern und betreut seit ca. 15 Jahren schwerpunktmäßig Investitionen in Unternehmen, Unternehmenskäufe und -verkäufe sowie Restrukturierungen. Dabei gewinnt die Beratung von Wachstumsunternehmen und ihrer Gründer und Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks stetig an Bedeutung.

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein is a German qualified attorney and tax advisor. A partner in the firm's tax group, he has been focusing on corporate investment, M&A and restructuring for almost 15 years. Advising growth companies, their founders and investors on both sides of the Atlantic has become an ever growing part of his work.



Dr. Nikita Tkatchenko

Düsseldorf

ntkatchenko@orrick.com

Dr. Nikita Tkatchenko, Partner im Düsseldorfer Orrick Büro, gehört der M&A und Private Equity Gruppe an. Er berät vornehmlich bei M&A-Transaktionen, Restrukturierungen und im Gesellschaftsrecht.

Dr. Nikita Tkatchenko is a Partner in our Düsseldorf office and member of the M&A and Private Equity Group. He advises mainly on M&A transactions, restructuring and general corporate law.



Adam Lin

Silicon Valley

alin@orrick.com

Adam Lin ist Counsel im Silicon Valley Office von Orrick und Mitglied der Technology Companies Group. Schwerpunkt seiner Tätigkeit ist die Beratung von wachstumsstarken Technologieunternehmen. Darüber hinaus war er als General Counsel und VP of Business Development bei SemiLEDs Corporation (NASDAQ: LEDS) und in rechtlichen Führungspositionen bei eHealth, Inc. (NASDAQ: EHTH) und Integrated Memory Logics Limited (TWSE: 3638) tätig. Bevor er Rechtsanwalt wurde, war Adam Mitgründer von zwei Technologie-Start-Ups im Silicon Valley.

Adam Lin is a counsel at Orrick's Silicon Valley office and is a member of the Technology Companies group. Adam's practice focuses on advising high-growth technology companies. In addition, he served as General Counsel and VP of Business Development at SemiLEDs Corporation (NASDAQ: LEDS) and in legal leadership roles at eHealth, Inc. (NASDAQ: EHTH) and Integrated Memory Logics Limited (TWSE: 3638). Prior to becoming an attorney, Adam co-founded two technology start-up companies in Silicon Valley.

PREVIOUS GUIDES IN THIS SERIES



OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies May 2019

Venture Debt is a potentially attractive complement to equity financings for business startups that already have strong investors on board.

OLNS#1 focuses on Venture Debt and includes practical tips and legal considerations based on years of experience counselling high-growth companies and their investors across the globe.

Topics include:

- What is Venture Debt
- Advantages of Venture Debt Financing
- Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing
- Customary Terms and Conditions and Drafting Tips

In preparing this issue of the OLNS, our international and cross-functional Orrick team drew on experience representing more than 2,600 tech companies globally, as well as the world's leading venture and private equity investors.

OTHER ORRICK GUIDES THAT MAY INTEREST YOU



Our comprehensive new **Venture Capital Deals in Germany Guide** discusses many of the most-contested issues in venture financings, presenting both the investor's and the founder's perspective and introduces venture deal structures in the German market.

- Tax-optimized holding structures and common mistakes in early financing rounds
- The investment agreement and the various kind of investment structures
- The shareholders' agreement with a special emphasis on the most relevant provisions around economics and control
- Sample term sheet

We also point out differences between the U.S. and the UK so that this Guide may also serve as a useful tool for investors from these jurisdictions considering investments in young German technology companies.



To help German founders understand and navigate the U.S. market, Orrick has launched its **Go West Guide** and just published its updated and expanded 2nd edition.

Over close to 100 pages, it provides practical tips and legal considerations based on years of experience counseling high-growth companies in the U.S., Germany and worldwide:

- When and how to look for U.S. investors
- Key differences of funding rounds in Germany / the U.S.
- How to "flip" a German GmbH into a U.S. company – and the pros and cons
- Key operational considerations
- Unique U.S. market risks, inter alia trade secrets and litigation.

ACCESS THEM HERE:

<https://www.orrick.com/Practices/Technology-Transactions-Germany>

DÜSSELDORF

Orrick-Haus
Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
T +49 211 3678 70

MÜNCHEN

Rosental 4
80331 München
T +49 89 383 9800

[orrick.de](https://www.orrick.de)

AMERICAS | EUROPE | ASIA

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP | 51 West 52nd Street | New York, NY 10019-6142 | United States | tel +1 212 506 5000
Attorney advertising. As required by New York law, we hereby advise you that prior results do not guarantee a similar outcome.

©2019 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

