

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 203

Risikodarlehen (Venture Debt)

**Besonderheiten der Vertragsausgestaltung
sowie der europäischen und deutschen Fondsregulierung**

Von

Adrian Heuzeroth



Duncker & Humblot · Berlin

ADRIAN HEUZEROTH

Risikodarlehen (Venture Debt)

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 203

Risikodarlehen (Venture Debt)

Besonderheiten der Vertragsausgestaltung
sowie der europäischen und deutschen Fondsregulierung

Von

Adrian Heuzeroth



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormArt, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Ulm
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18597-9 (Print)
ISBN 978-3-428-58597-7 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2021/2022 von der Juristischen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand Juni 2021.

Mein Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. (University of Chicago), der immer für Fragen und Diskussionen zur Verfügung stand. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M. (Harvard), für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern dieser Schriftenreihe, Prof. Dr. Dr. h. c. Holger Fleischer, LL.M. (Michigan), Dipl. Kfm., Prof. Dr. Gerald Spindler, Dipl. Oec. sowie meinem Doktorvater bin ich für die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe sehr dankbar.

Mein besonderer Dank gilt Dr. Lukas Vossen, Dr. Niklas Ulrich und meiner Freundin, die alle die mühsame Arbeit des Korrekturlesens auf sich genommen und mir stets wertvolle inhaltliche Rückmeldungen gegeben haben.

Nicht entstanden wäre diese Arbeit ohne die stete und bedingungslose Unterstützung, Förderung und Hilfsbereitschaft meiner Eltern während meines Studiums und der Promotionszeit. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Stay hungry, stay foolish.

Hamburg, im März 2022

Adrian Heuzeroth

Inhaltsübersicht

A. Einführung und Anlass der Untersuchung	23
I. Problemstellung, Ziele und Gang der Untersuchung	26
II. Stand der Forschung	28
III. Typisierung und Eingrenzung der Arbeit	29
B. Grundlagen	31
I. Finanzierungsinstrumente für Startups	31
II. Ursprünge von Venture Debt	35
III. Wesenszüge von Venture Debt	38
IV. Rechtliche Grundlagen	43
V. Zusammenfassung	46
C. Ökonomische Analyse	47
I. Venture Debt Marktdaten	47
II. Kapitalgeber von Venture Debt	51
III. Selektionskriterien für die Vergabe von Venture Debt	56
IV. Typische Anwendungsbereiche	59
V. Vor- und Nachteile	62
VI. Zusammenfassung	68
D. Besonderheiten der Vertragsausgestaltung bei Venture Debt Finanzierungen ...	70
I. Methodik	70
II. Untersuchungsumfang	71
III. Einführung zur Vertragsausgestaltung von Venture Debt Finanzierungsverträgen	71
IV. Besonderheiten des Darlehensvertrags (<i>Venture Debt Agreement</i>)	84
V. Besonderheiten des Anteilsbezugsrechts (<i>Warrant Agreement</i>)	96
VI. Zusammenfassung	119
E. Rechtsvergleich: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Venture Debt Fonds	121
I. Typisierung des Venture Debt Fonds	121

II. Entwicklung aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen für die Darlehensvergabe durch AIF	125
III. Rechtsvergleich zwischen EuVECA-VO und KAGB	144
IV. Rechtspolitische Handlungsempfehlungen	199
F. Ergebnis und Ausblick	203
Literaturverzeichnis	205
Sachverzeichnis	216

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung und Anlass der Untersuchung	23
I. Problemstellung, Ziele und Gang der Untersuchung	26
II. Stand der Forschung	28
III. Typisierung und Eingrenzung der Arbeit	29
1. Synonyme	29
2. Der Begriff des Startups	30
3. Rechtsformen von Startups und Investmentfonds	30
B. Grundlagen	31
I. Finanzierungsinstrumente für Startups	31
1. Einordnung	31
a) Problem: Finanzierungsfähigkeit durch Fremdkapital	31
b) Konsequenz: Überwiegende Finanzierung durch Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente	33
2. Eigenfinanzierung (<i>Bootstrapping</i>)	33
3. Risikokapital (<i>Venture Capital</i>)	34
4. Schwarmfinanzierung (<i>Crowdfunding</i>)	35
5. Zwischenfazit	35
II. Ursprünge von Venture Debt	35
1. Venture Leasing in den USA	36
2. Von Venture Leasing zu Venture Debt	37
3. Einführung in Europa	37
III. Wesenszüge von Venture Debt	38
1. Einordnung	38
2. Zeitpunkt der Vergabe	39
3. Grundzüge der Ausgestaltung	39
4. Überblick über Vor- und Nachteile	40
5. Abgrenzungen	41
a) Notleidende Verbindlichkeiten (<i>Distressed Debt</i>)	41

b) Wandeldarlehen (<i>Convertible Loan</i>)	42
c) Umsatzbasierte Finanzierung (<i>Revenue-Based Financing</i>)	42
IV. Rechtliche Grundlagen	43
1. Notwendigkeit für die rechtliche Einordnung von Finanzierungsinstrumenten	43
2. Mezzanine Finanzierungsinstrumente	44
a) Der Begriff „mezzanine Finanzierungsinstrumente“	44
b) Rechtliche Qualifikation als Eigen- oder Fremdkapitalfinanzierungsinstrument	45
V. Zusammenfassung	46
C. Ökonomische Analyse	47
I. Venture Debt Marktdaten	47
1. Überblick	47
2. Höhe der Venture Debt Fazilität, des Warrants und Zinkosten	48
3. Venture Debt Ausfallraten	49
4. Veröffentlichte Venture Debt Finanzierungen in Deutschland	50
II. Kapitalgeber von Venture Debt	51
1. Banken	51
2. Venture Debt Fonds	52
a) Renditeaussichten bei Venture Capital Fonds	53
b) Renditeaussichten bei Venture Debt Fonds	54
III. Selektionskriterien für die Vergabe von Venture Debt	56
1. Kriterium 1: bereits aufgenommenes Venture Capital	56
2. Kriterium 2: marktreife Geschäftsmodelle in der Wachstumsphase	58
IV. Typische Anwendungsbereiche	59
1. Liquiditätserweiterung (<i>cash runway</i>)	59
2. Begrenzte Anteilsverwässerung von Bestandsgesellschaftern (<i>dilution reduction</i>)	59
3. Eigenkapitaleffizienz (<i>leverage effect</i>)	61
4. Beschleunigung des Wachstums (<i>accelerated growth</i>)	62
5. Verhinderung der Unternehmensbewertung (<i>valuation</i>)	62
V. Vor- und Nachteile	62
1. Vorteile	63
a) Flexibilität	63

b) Eigenkapitaleffizienz	63
c) Verhinderung der Unternehmensbewertung	63
d) Begrenzte Anteilsverwässerung	64
e) Beschränkte Mitbestimmung	64
f) Transaktionsgeschwindigkeit	64
g) Professionalisierung der Finanzkennzahlen	65
h) Verbesserte Kapitalrendite für Venture Capital Fonds	66
2. Nachteile	66
a) Cashflow Belastung	66
b) Organisatorische Überforderung	67
c) Kündigungsrisiko	67
d) Negative Signalwirkung?	67
VI. Zusammenfassung	68
D. Besonderheiten der Vertragsausgestaltung bei Venture Debt Finanzierungen ...	70
I. Methodik	70
II. Untersuchungsumfang	71
III. Einführung zur Vertragsausgestaltung von Venture Debt Finanzierungsverträgen	71
1. Standardisierungsgrad	72
a) Risikodarlehensvertrag (<i>Venture Debt Agreement</i>)	72
b) Anteilsbezugsrecht (<i>Warrant Agreement</i>)	73
2. Die Absichtserklärung (<i>Term Sheet</i>)	73
3. Rechtsnatur	74
a) Risikodarlehen mit Anteilsbezugsrecht, § 488 BGB	74
b) Partiarisches Darlehen mit Gewinnbezugsrecht	75
c) Direkt- und privatplatzierte Optionsanleihe, § 793 BGB	75
4. Anatomie der Venture Debt Finanzierung	76
a) Risikodarlehensvertrag (<i>Venture Debt Agreement</i>)	77
aa) Formelle Ausgestaltungsarten	77
(1) Darlehensvertrag i. S. d. § 488 Abs. 1 BGB	77
(2) Direkt- und privatplatzierte Optionsanleihe i. S. d. § 793 Abs. 1 S. 1 BGB	77
bb) Materielle Ausgestaltungsarten	78
(1) Termkredit (<i>Term Loan</i>)	78
(2) Revolvierender Kredit (<i>Revolving Credit Facility</i>)	78
b) Vertrag über das Anteilsbezugsrecht (<i>Warrant Agreement</i>)	79
aa) Echtes <i>Warrant Agreement</i>	79

bb) Virtuelles <i>Warrant Agreement</i>	80
cc) Selbständiger und unselbständiger Optionsvertrag	81
c) Kreditsicherheiten (<i>Collaterals/Pledge Agreements</i>)	81
d) Gebührenvereinbarung (<i>Fee Letter</i>)	82
5. Formerfordernisse	82
6. <i>Covenants</i> und die Grenze zu § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO	83
7. Zwischenfazit	84
IV. Besonderheiten des Darlehensvertrags (<i>Venture Debt Agreement</i>)	84
1. Wirksamkeitsbedingungen (<i>Conditions Precedent</i>)	85
2. Auszahlungsmodalitäten	85
a) Tranchierung	85
aa) Tranchenarten	86
bb) Meilensteine	86
b) Zweckgebundenheit	87
3. Rückzahlungsmodalitäten	87
a) Endfälligkeit, aufgeschobene Tilgung und PIK (<i>Bullet Payment/Interest Only Payment/Payment in Kind</i>)	87
b) Vorauszahlungen (<i>Prepayment</i>)	88
4. Zinsen und Gebühren	88
a) Zinsen (<i>Interest</i>)	88
b) Gebühren (<i>Fees</i>)	89
aa) Gebührenarten	89
bb) Grenze der Vorfälligkeitsentschädigung durch §§ 489 Abs. 4, 489 Abs. 2 BGB	90
5. Beiratsaufsicht (<i>Advisory Board Observer</i>)	91
6. Unterlassungspflichten (<i>Negative Covenants</i>)	92
a) Übertragung von Unternehmen und geistigen Eigentum	92
b) Betreiben eines anderen Geschäfts	92
c) Übernahmen und Zusammenschlüsse	92
d) Beschränkung der weiteren Kapitalaufnahme	93
7. Anforderungen an zukünftige Finanzkennzahlen (<i>Financial Covenants</i>)	93
8. Besondere Kündigungsgründe (<i>Events of Default</i>)	94
a) Investorenunterstützung (<i>Investor Support Clause</i>)	94
b) Schlüsselpersonen (<i>Key Person Event</i>)	94
9. Zwischenfazit	95
V. Besonderheiten des Anteilsbezugsrechts (<i>Warrant Agreement</i>)	96

1. Das Anteilsbezugsrecht	96
a) Grundsätzliches	97
b) Wahlrecht beim Anteilsbezug	97
aa) Die zu beziehende Anteilsklasse und der Anteilspreis	98
bb) Bargeldlose Ausübung (<i>Cashless Exercise</i>)	99
cc) Kompensationszahlung (<i>Compensation Payment</i>)	100
c) Tranchierung des Anteilsbezugsrechts	101
d) Genehmigtes Kapital § 55a Abs. 2 GmbHG oder Kapitalerhöhung § 55 Abs. 1 GmbHG	101
aa) Einrichtung des genehmigten Kapitals, § 55a GmbHG	102
(1) Rechtliche Gestaltung	102
(2) Bezugsrechtsausschluss der Bestandsgesellschafter	103
(3) Satzungsanpassung durch die Geschäftsführung	104
(4) Rechtliche Grenzen	104
bb) Zwischenfazit	104
e) Sonderfälle der Ausübung	104
aa) Automatische Ausübung bei einem liquiden Exit Event (<i>Cash or Public Exit Event</i>)	105
bb) Ausübung bei nicht liquidem Exit Event (<i>Non Cash and Non Public Exit Event</i>)	105
cc) Automatische Ausübung im Fall des Mitteilungsversäumnisses	106
dd) Fiktive Ausübung des Anteilsbezugsrechts bei der Insolvenz	106
ee) Automatische Ausübung bei Ablauf der Vertragslaufzeit	107
2. Bestandsschutz des Anteilsbezugsrechts	107
a) Einbeziehung zukünftiger Gesellschafter	107
b) Aufrechterhaltung des genehmigten Kapitals	108
c) Umwandlung der Gesellschaft nach dem UmwG	108
d) Keine Veränderungen der Anteilsklasse in der Gesellschaftervereinbarung	108
e) Verwässerungsschutz (<i>Anti-Dilution Protection</i>)	109
aa) Einordnung	109
bb) Besonderheiten im <i>Warrant Agreement</i>	110
cc) „ <i>Pay to Play</i> “ Regelungen	111
3. Beiratsaufsicht (<i>Advisory Board Observer</i>)	112
4. Zusätzliche Vergütungskomponenten	112
a) Co-Investitionsrecht (<i>Co-Investment Right</i>)	112
b) Verkaufsoption (<i>Put Option</i>)	113
c) Bonuszahlungen (<i>Venture Kicker</i>)	114
5. Zusicherungen und Verpflichtungen der Gesellschaft und Gesellschafter (<i>Warranties and Covenants</i>)	114

6. Voranbietungsrecht (<i>Right of First Offer</i>)	115
7. Veräußerung an Dritte	115
a) Veräußerung des Anteilsbezugsrechts durch den Kapitalgeber	115
b) Veräußerung von Anteilen durch die Gesellschafter	116
aa) Mitveräußerungspflicht (<i>Drag-Along Right</i>)	116
(1) Einordnung	116
(2) Besonderheiten im <i>Warrant Agreement</i>	117
bb) Mitveräußerungsrecht (<i>Tag-Along Right</i>)	117
(1) Einordnung	117
(2) Besonderheiten im <i>Warrant Agreement</i>	118
8. Zwischenfazit	118
VI. Zusammenfassung	119
E. Rechtsvergleich: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Venture Debt Fonds	121
I. Typisierung des Venture Debt Fonds	121
1. Verwaltetes Kapitalvolumen der KVG bzw. des EuVECA-Managers	122
2. Wesentliche Eigenschaften des AIFs	123
3. Fondsstruktur	124
4. Zusammenfassung	125
II. Entwicklung aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen für die Darlehensvergabe durch AIF	125
1. Europäische Rahmenbedingungen	125
a) Entwicklungslinien	125
aa) Grundsätzliche Zulässigkeit von Gelddarlehen durch die AIFM-RL ..	125
bb) Das Grünbuch 2015 und der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion	126
cc) ESMA Opinion Paper: europäischer Regulierungsrahmen für Kreditfonds?	127
(1) Wesentliche Äußerungen	128
(a) Beschränkung auf originäre Kreditfonds	128
(b) Grundsätzliche Erlaubnispflicht für Kreditfonds	129
(c) Weitere regulatorische Inhalte	130
(2) Würdigung	131
b) Grundstruktur der europäischen Regelungen	133
aa) Allgemeines	133
bb) AIFM-RL	133
cc) EuVECA-VO: Besonderes Aufsichtsrecht für Risikokapital	134

dd) EuSEF-VO	135
ee) ELTIF-VO	135
2. Deutsche Rahmenbedingungen	136
a) Entwicklungslinien	136
aa) Alte Rechtslage	136
bb) Neue Rechtslage	137
cc) Konsequenzen der Änderung	137
b) Grundstruktur des KAGBs	138
aa) Verwalterregulierung	138
bb) Produktregulierung	140
(1) OGAW	140
(2) AIF	140
cc) Verwahrstelle	142
dd) Vertriebsregulierung	142
3. Zusammenfassung	143
III. Rechtsvergleich zwischen EuVECA-VO und KAGB	144
1. Allgemeine Erwägungen für ein Investmentaufsichtsregime	144
a) Der europäische Vertriebspass	145
b) Mindestinvestitionssumme für „semiprofessionelle“ Anleger	145
c) Das Label „EuVECA“	146
d) Finanzierung von qualifizierten Portfoliounternehmen	146
e) Anforderungen an den Verwalter	147
aa) Registrierungsaufwand	147
bb) Eigenmittelanforderungen und personelle sowie technische Mindestanforderungen	148
cc) Bewertung der Vermögenswerte im Fonds	148
dd) Anlegerinformationen im Vorfeld der Anlageentscheidung	149
f) Zwischenfazit	149
2. Qualifikation des Finanzierungsinstruments Venture Debt im Rahmen der EuVECA-VO und des KAGBs	149
a) EuVECA-VO: Der Begriff der „qualifizierten Anlage“	150
aa) Qualifizierte Anlagen: „Eigenkapitalähnliches Instrument“ nach Art. 3 e) i) i. V. m. Art. 3 h) EuVECA-VO	150
(1) Zusammensetzung aus Eigen- und Fremdkapital	151
(2) Bemessung der Rendite nach Gewinn oder Verlust des Unternehmens	152
(a) Strenge Auslegung „die Rendite“	152
(b) Stellungnahme zugunsten der weiten Auslegung „die Rendite“	153

(3) Keine vollständige Sicherung der Rückzahlung im Fall der Zahlungsunfähigkeit	154
(a) Sicherungsmittel für die Rückzahlung	155
(b) Sicherungsumfang für die Rückzahlung	155
bb) Zwischenfazit	156
b) KAGB: Der Begriff des „Gelddarlehens“	156
aa) Begriffsbestimmung „Gelddarlehen“ i. S. d. KAGB	157
(1) Maßstab des Zivil- und Gesellschaftsrechts	158
(a) Formelles Eigenkapital	158
(b) Materielles bzw. funktionelles Eigenkapital	158
(2) Einordnung von Venture Debt	160
(3) Exkurs: die Zuordnung mezzaniner Finanzierungsinstrumente	160
(4) Ausschluss bei verbrieften Venture Debt Finanzierungen	162
(a) Emittent: Aufsichtsrechtliche Einordnung nach KWG	163
(b) Emittent: Aufsichtsrechtliche Einordnung nach SchVG, WpPG	163
(c) Anleiherwerber: Aufsichtsrechtliche Einordnung nach KAGB	164
(aa) Materielle Auslegung des Begriffs „Gelddarlehen“	164
(bb) Stellungnahme: Formelle Auslegung des Begriffs „Gelddarlehen“	165
(a) Wortlaut	165
(β) Zivilrechtliche Unterschiede zwischen Gelddarlehen und Schuldverschreibungen	166
(γ) Schuldverschreibungen im System des KAGBs innerhalb der registrierten KVG und geschlossenen Spezial-AIF	166
(δ) Gesetzgeberische Zielsetzung bei Risikokapital	168
(ε) Schutzlücke im KAGB bei der Verbriefung von Gelddarlehen	168
bb) Zwischenfazit	169
c) Konsequenzen der Qualifikation des VD Finanzierungsinstruments für den weiteren funktionellen Rechtsvergleich	170
d) Zusammenfassung	171
3. Besonderheiten der Verwalterregulierung bei Venture Debt Fonds	172
a) Verhaltenspflichten	172
aa) EuVECA-VO	172
bb) KAGB	172
b) Organisationspflichten	173
aa) EuVECA-VO	173
bb) KAGB	173

(1) Einrichtung der Risikocontrollingfunktion und die Funktionstrennung, § 29 Abs. 1 KAGB	173
(2) Risikomanagementsysteme, § 29 Abs. 2 KAGB	174
(3) Ablauf- und Aufbauorganisation bei Kreditfonds, § 29 Abs. 5a KAGB	175
(a) Europarechtswidrigkeit: Verstoß gegen Art. 15 Abs. 5 AIFM-RL	175
(b) Regelungsgehalt der KAMARisk	177
(aa) Aufbauorganisation (Funktionstrennung und Votierung)	177
(α) Grundsätzliche Systematik	177
(β) Besonderheiten bei der registrierten KVG	178
(bb) Ablauforganisation (Risikomanagementprozesse)	179
(α) Grundsätzliches	180
(β) Darlehensgewährung und -investition	180
(γ) Weiterbearbeitung	181
(δ) Darlehensbearbeitungskontrolle	181
(ε) Intensivbetreuung	181
(ζ) Behandlung von ProblemDarlehen: Sanierung oder Abwicklung	182
(η) Verfahren zur Früherkennung von Risiken	182
(c) Bewertung der KAMARisk für Venture Debt Fonds	183
(aa) Grundsätzliches: strukturelle Unterschiede zwischen Kreditinstituten und Investmentfonds	183
(bb) Rechtsunsicherheit durch Nichtbeachtung des Proportionalitätsgrundsatzes für die registrierte KVG	185
(cc) Regelungstiefe der KAMARisk und Eigeninteressen der registrierten KVG	185
(dd) Stärkung der bankenunabhängigen Finanzierung für KMU	186
(d) Zwischenfazit	186
cc) Auslagerung der Organisationspflichten	187
(1) EuVECA-VO	187
(2) KAGB	187
c) Sonstige Pflichten	189
aa) EuVECA-VO	189
bb) KAGB	189
(1) Spezielle Anzeigepflichten bei Krediten, § 2 Abs. 4 S. 1 Nr. 4 i. V. m. § 34 Abs. 6 KAGB	189
(2) Jahresabschluss, § 48a KAGB	189
(3) § 20 Abs. 9 KAGB	190

d) Zusammenfassung: Besonderheiten der Verwalterregulierung	190
4. Besonderheiten der Produktregulierung bei Venture Debt Fonds	191
a) Zulässige Anlagegegenstände	191
aa) EuVECA-VO	191
bb) KAGB	191
b) Vergabe weiterer Finanzierungsinstrumente	192
aa) EuVECA-VO	192
bb) KAGB	193
c) Grenzen der Kreditaufnahme	194
aa) EuVECA-VO	194
bb) KAGB	195
b) Diversifikationsvorgaben	195
aa) EuVECA-VO	195
bb) KAGB	196
5. Zusammenfassung der wesentlichen Unterschiede	197
IV. Rechtspolitische Handlungsempfehlungen	199
1. Europäische Ebene	199
2. Nationale Ebene	201
a) Begriffsbestimmung Gelddarlehen	201
b) Abschaffung der KAMaRisk	202
c) Einführung des Kreditnehmerbegriffs für gezielte Förderung von KMU ..	202
F. Ergebnis und Ausblick	203
Literaturverzeichnis	205
Sachverzeichnis	216

Abkürzungsverzeichnis

AG	Die Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 Text von Bedeutung für den EWR
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesfinanzministerium
BReg	Bundesregierung
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BVCA	British Private Equity and Venture Capital Association
CEO	Chief Executive Office
CFO	Chief Financial Officer
CRD IV	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRD IV-Umsetzungsgesetz)
CRR-VO	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 Text von Bedeutung für den EWR
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ELTIF-VO	Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (Text von Bedeutung für den EWR)
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EStG	Einkommensteuergesetz
EuSEF-VO	Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum Text von Bedeutung für den EWR
EuVECA-VO	Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds Text von Bedeutung für den EWR
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

F. A. Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FS	Festschrift
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	Die GmbH-Rundschau
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HBR	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
IP	Intellectual Property
IRR	Internal Rate of Return
JZ	Juristische Zeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAMARisk	BaFin Rundschreiben 01/2017 (WA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KAMARisk)
KapAnlR-HdB	Handbuch des Kapitalanlagerechts
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KStG	Körperschaftssteuergesetz
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LMA	Loan Market Association
MARisk	BaFin Rundschreiben 09/2017 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)
MüKo	Münchener Kommentar
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)
PIK	Payment in Kind
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen
SVB	Silicon Valley Bank
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmsG	Umsetzungsgesetz
UmwG	Umwandlungsgesetz
VC	Venture Capital
VC Fonds	Venture Capital Fonds
VD	Venture Debt
VD Fonds	Venture Debt Fonds
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Alle weiteren Abkürzungen dieser Untersuchung sind aufgeführt in:

Duden, Konrad: Die Deutsche Rechtschreibung, 27. Auflage, Mannheim/Leipzig/Wien/Zürich 2017.

Kirchner, Hildebert: Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 8. Auflage, Berlin/New York 2015.

A. Einführung und Anlass der Untersuchung

Software is eating the world. Mit diesem Satz leitete Marc Andreessen seinen vielbeachteten Gastbeitrag für die Zeitung The Wall Street Journal im Jahr 2011 ein.¹ Hierin stellte der Gründer eines des weltweit reputationsträchtigtsten Risikokapitalfonds² die Theorie auf, dass sich die Gesellschaft inmitten eines frühen technologischen und wirtschaftlichen Strukturwandels befinde. Softwareunternehmen würden traditionelle Industrien kannibalisieren und in Zukunft jeden Lebensbereich substantziell beeinflussen. Selbst Industrien mit einem Schwerpunkt auf physikalischen Gütern wie Öl und Gas würden zumindest innerhalb ihrer Wertschöpfungsketten fundamentale Veränderungen durchlaufen müssen. Den wirtschaftlichen Erfolg hätten junge technologiefokussierte Unternehmen³ aufgrund von drei Faktoren. Erstens sei die Penetrationsrate der technologischen Infrastruktur wie Computer und Smartphone auf einem geschichtlichen Höhepunkt und werde weiterhin rasant wachsen. Zweitens seien die Markteintrittsbarrieren für Softwareprodukte gering, weil sie standortunabhängig von ambitionierten und einflussreichen Gründerteams auf der ganzen Welt hervorgebracht werden könnten. Drittens skaliere Software stark, wodurch nur geringe Grenzkosten anfallen und überproportionale Gewinnmargen erzielt würden.⁴

Zehn Jahre später scheint die These von Marc Andreessen vielfach bestätigt. Allerdings wirkte es eine lange Zeit so, als wenn erfolgreiche Startups nur aus den USA, hauptsächlich aus dem Silicon Valley, stammen würden. Erfolge wie Microsoft, Facebook, Google, Apple und Amazon sind bei der überwiegenden Anzahl der Europäer im Alltag integriert und haben ganze Wirtschaftszweige neu geschaffen sowie mit den Worten von Andreessen andere kannibalisiert. Zudem haben sie neue Unternehmenswertdimensionen am Kapitalmarkt etabliert. Wurden damals noch die größten Unternehmen der Welt durch eine Marktkapitalisierung in Milliardenhöhe ermittelt, wird gegenwärtig die Marktkapitalisierung von

¹ Andreessen, Why Software Is Eating The World, The Wall Street Journal vom 20.08.2011.

² Andreessen & Horowitz (auch: *a16z*) hat u. a. durch Investitionen in Airbnb, Instagram, Pinterest und Skype seine weltweite Reputation aufgebaut. Vgl. Konrad, Andreessen Horowitz Is Blowing Up The Venture Capital Model (Again), Forbes Magazine vom 30.04.2019; Winkler, Andreessen Horowitz's Returns Trail Venture-Capital Elite, The Wall Street Journal vom 01.09.2016.

³ Im folgenden Verlauf der Arbeit werden diese Art von Unternehmen als „Startups“ bezeichnet. Siehe zur genauen Begriffsbestimmung sogleich A. III. 2.

⁴ Grenzkosten (auch Marginalkosten) sind in der Betriebswirtschaftslehre und der Mikroökonomik die Kosten, die durch die Produktion einer zusätzlichen Mengeneinheit eines Produktes oder einer Dienstleistung entstehen.

Internetunternehmen in Billionen beziffert.⁵ Doch auch in Europa sind schrittweise die ersten fulminanten Erfolge zu verzeichnen. Das wohl schillerndste Wort der Startupbranche lautet Einhorn (*Unicorn*). Damit werden Startups bezeichnet, die am privaten Kapitalmarkt eine Unternehmensbewertung von mindestens EUR/USD 1 Mrd. erreicht haben. Unternehmen wie Zalando, Delivery Hero oder FlixBus sind etwa bekannte Einhörner aus Deutschland. In jüngster Zeit konnte das Berliner Startup Gorillas, das auf Lebensmittellieferungen spezialisiert ist, nur neun Monate nach der Gründung einen Status als *Unicorn* erreichen.⁶ Die Anzahl der Startups mit einer Einhorn-Bewertung nimmt in Europa rasant zu. Waren es im Jahr 2014 noch 20, sind 2020 schon 115 Einhörner zu verzeichnen.⁷

Hinter diesen europäischen Innovationserfolgen steckt eine stetig wachsende und spezialisierte Finanzindustrie. Ihre Besonderheit ist ihre ausgeprägte Risikoaffinität, die durch potenziell überproportionale Wertsteigerungen der Investitionen begründet ist. Tatsächlich erreichen statistisch lediglich 1,2 % der in der Frühphase risikofinanzierten Unternehmen in Europa den Status eines *Unicorns*.⁸ Dies bedeutet, dass umgekehrt die Ausfallwahrscheinlichkeit der Finanzierung entsprechend hoch ist. Deshalb verfolgen Eigenkapitalinvestoren in Form von institutionellen Investmentfonds (*Venture Capital* bzw. *VC Fonds*) und vermögenden Privatpersonen (*Business Angels*) gemeinhin eine eigentümliche Investmentstrategie. So diversifizieren sie typischerweise ihre Investitionen in dieser Anlageklasse, indem sie in viele verschiedene frühphasige Startups investieren, hierbei aber nur Minderheitsbeteiligungen eingehen.⁹ Damit sich ihre Investmentstrategie renditetechnisch auszahlt, muss zumindest eine von zehn getätigten Investitionen eine überproportionale Wertsteigerung vorweisen, also bestenfalls einen Status als *Unicorn* erreichen (*hit-driven Business*).¹⁰

Aufgrund des erkennbar hohen Risikos konnten Startups bei externen Finanzierungen anlängst ausschließlich auf Eigen- und eigenkapitalähnliche Finanzie-

⁵ Im gegenwärtigen Zeitpunkt (24.04.2021) beträgt die Marktkapitalisierung von Apple EUR 1,8 Bio., Amazon EUR 1,3 Bio., Alphabet C (Google) EUR 1,25 Bio. und Microsoft EUR 1,6 Bio. Der größte deutsche Softwarekonzern ist SAP und hat derzeit eine Marktkapitalisierung von EUR 0,142 Bio. Damit ist SAP das größte Unternehmen im DAX 30, vgl. finanzen.net, NASDAQ 100/DAX Marktkapitalisierung (abrufbar unter: https://www.finanzen.net/index/nasdaq_100/marktkapitalisierung – zuletzt abgerufen am 24.04.2021).

⁶ *Partington/Lewin*, On-demand grocery delivery startup Gorillas raises €245m and becomes a unicorn, nine months after launch, Sifted vom 25.03.2021.

⁷ Atomico, The State of European Tech, 2020, 04.2, Number of new and total \$1B+ VC-backed European tech companies per year.

⁸ Atomico, The State of European Tech, 2020, 04.1, Journey of a European VC-backed tech startup.

⁹ *Kuntz*, Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, 11; *Brehm*, Das Venture-Capital-Vertragswerk, 6; *Ziegert*, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB), 89; *Weitmayer*, VC Handbuch, A. Fn. 2.

¹⁰ Diese Investmentstrategie wird insbesondere im Frühphasenbereich faustregelartig angewandt. In späteren Finanzierungsphasen wie der Wachstumsfinanzierung liegen bereits historische Daten des Unternehmens vor, wodurch die Risikoausfallwahrscheinlichkeit besser bestimmt werden kann, siehe vertiefend B.I.1.; auch *Weitmayer*, VC Handbuch, A. Rn. 45.

rungsinstrumente zurückgreifen. Allerdings konnte sich neuerdings eine Finanzinnovation in Gestalt des Risikodarlehens (*Venture Debt* bzw. *VD*) als attraktive und neue Finanzierungsquelle am europäischen privaten Kapitalmarkt etablieren. Risikodarlehen werden typischerweise von institutionellen Investoren in Form von VD Fonds oder spezialisierten Banken vergeben. Historisch betrachtet stellt die Fremdkapitalvergabe an Startups also einen grundlegenden Wendepunkt am privaten Kapitalmarkt für Startups dar.

Ein Blick auf die Statistik verdeutlicht die gesteigerte Attraktivität von VD Finanzierungen in Europa. So hat sich das VD Finanzierungsvolumen innerhalb von zehn Jahren verachtfacht.¹¹ Betrug es im Jahr 2010 noch vernachlässigbare EUR 165 Mio., waren es im Jahr 2020 schon ca. EUR 1.295 Mio. Gemessen an der gesamten Risikofinanzierung aus Eigen- und Fremdkapital in Europa, konnte VD von geschätzten < 1 % im Jahr 2010 auf ca. 6 % im Jahr 2020 erheblich an Bedeutung gewinnen. Gewichtige Stimmen in der Finanzierungsbranche prognostizieren sogar einen relativen Anteil von etwa 10 % VD an der Risikofinanzierung in den nächsten Jahren.¹² Dies entspräche in etwa dem Finanzierungsvolumen, das derzeit in den USA als internationale Benchmark mit ca. 10–16 % vorzufinden ist.¹³

Drei Gesichtspunkte geben Anlass genug, den Themenkomplex VD in dieser Untersuchung eingehend zu analysieren. Erstens wird auf wirtschaftspolitischer Ebene beklagt, dass die deutsche Gründerszene international den Anschluss verliert¹⁴ und es gerade bei den Finanzierungen in späteren Wachstumsphasen (*Growth Phase*) zu finanziellen Engpässen kommt.¹⁵ Hierbei ist VD ein Finanzierungsinstrument, das diesen Problemen aufgrund seiner noch darzulegenden Eigenschaften zu großen Teilen Abhilfe leisten kann. Zweitens sind auf rechtlicher Ebene regulatorische Änderungen im KAGB erfolgt, die Kreditfonds neuerdings einen besonderen Rechtsrahmen geben. Somit scheint eine wesentliche infrastrukturelle Voraussetzung für VD Kapitalgeber in Gestalt von VD Fonds etabliert worden zu

¹¹ Vgl. Atomico, *The State of European Tech*, 2020, 03.3, Estimated run rate of Venture Debt (\$M) at 5 year intervals.

¹² So die Aussage von Herrn Maurizio Petit Bon, General Partner bei Kreos Capital, vgl. *Greulich*, *Venture Debt für Technologieunternehmen*, 2019, 14.

¹³ Vgl. hierzu Atomico, *The State of European Tech*, 2020, 03.3; Pitchbook, *Venture Debt Overview*, 2019, 2; *Greulich*, *Venture Debt für Technologieunternehmen*, 2019, 14.

¹⁴ *Heide*, Start-up-Kapital muss schneller her, *Handelsblatt* vom 11.06.2019; *Koch/Neurer*, Mehr Geld für Gründer – CDU-Wirtschaftsrat beklagt Hürden für Unternehmenswachstum, *Handelsblatt* vom 26.07.2019; *Spahn/Maching*, Mehr Kapital für Start-ups, *Handelsblatt* vom 24.01.2017; *Rodin*, Private Equity International, 12, 14; Expertenkommission Forschung und Innovation, Gutachten zur Forschung, Innovation und Technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands, 2019, 127.

¹⁵ KfW, KfW Venture Capital Studie 2020, 1; Acatech, Ökosystem für Wachstumsfinanzierung stärken, 2019, 23; *Spahn/Maching*, Mehr Kapital für Start-ups, *Handelsblatt* vom 24.01.2017; *Ermisch*, GroKo: Das ändert sich für Start-ups, *Wirtschaftswoche* vom 07.02.2018; *Holzki*, In Geldnot, aber nicht kreditwürdig: Wie Wagniskapital und Venture Debt Gründern helfen, *Handelsblatt* vom 28.03.2021; *Mannweiler*, *Venture Debt – Spezialkredite für Start-ups*, F. A. Z. vom 28.07.2020.