

Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups

Joel El-Qalqili, LL. M. (Fletcher)/Maximilian Offinger*

Trotz Corona-Pandemie floriert der Venture Capital-Markt derzeit wie kaum ein anderer Sektor. Die Liste der deutschen „Einhörner“ wächst, doch mit ihr auch Kritik am Konzept des Einhorns. Die Autoren El-Qalqili und Offinger stellen den Gegenbegriff des „Zebras“ vor. Sie besprechen rechtliche Rahmenbedingungen, die für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups möglich und sinnvoll sind. Dabei werden sowohl alternative Strukturen auf Unternehmensebene als auch alternative Finanzierungsinstrumente und deren rechtliche Auswirkungen auf potenzielle Investoren aufgezeigt.

I. Einführung

Statt Einhörner zu jagen, solle man lieber Zebras züchten. So lässt sich eine seit einiger Zeit zunehmende Kritik am Venture Capital-System zusammenfassen. Die Kritiker vertreten, dass das Venture Capital-System kaputt sei und Renditeerwartungen über das Wohl der Zivilgesellschaft triumphieren.¹ Die Fixierung auf „Einhörner“ fördere nicht nachhaltige Geschäftsmodelle.² Zu fördern seien stattdessen profitabel wachsende Geschäftsmodelle, die gesellschaftlich relevante Probleme lösen, indem sie neben finanziellem Erfolg auch ökologische oder soziale Ziele verfolgen (sog. „Zebras“³).⁴

Die Gegenüberstellung von Einhörnern und Zebras ist letztlich eine Zuspitzung der Debatte darüber, welche Rolle gesellschaftliche Verantwortung bei der Finanzierung von Start-Ups spielen soll. Hier spiegelt sich eine größere gesellschaftliche Entwicklung, nämlich die in vielen Lebensbereichen zunehmend gestellte Frage, welche Bedeutung man dem Thema Nachhaltigkeit gegenüber anderen Belangen einräumen sollte. Jenseits der ethischen und politischen Dimension dieser Frage, gilt es zu klären, wie solche Zebra-Strategien in unserem Rechtsrahmen einzuordnen sind und umgesetzt werden können.

Die Besonderheit des Zebras ist nach hier vertretener Ansicht weniger seine duale Strategie (finanzielle Rendite und Impact), denn eine solche kann auch von Einhörnern verfolgt werden. Vielmehr liegt die Besonderheit des Zebras in seiner Unternehmenskultur, deren struktureller Verankerung im Geschäftsmodell und der Wechselwirkung von Kultur und Struktur. Dieser Aufsatz versucht, den eher programmatischen Begriff des Zebras rechtlich handhabbar zu machen (II.) und die daraus erwachsenden Konsequenzen für die rechtliche Struktur darzustellen (III.). Dabei soll ermittelt werden, wie sich die Zebra-Kultur auf Unternehmensebene rechtlich integrieren lässt (III.1.), anhand welcher Finanzierungsinstrumente solche Zebras sinnvollerweise finanziert werden können (III.2.) und welche investmentaufsichtsrechtlichen Regulierungsoptionen für auf Zebras fokussierte Venture Capital-Fonds zur Verfügung stehen (III.3.).

II. Begriff und Tatbestand des Zebras

1. Begriffsklärung

Im Start-up-Kosmos dreht sich vieles um den zentralen Begriff des Einhorns⁵. Dieser hat sich eingebürgert für Start-ups mit einer Unternehmensbewertung – vor *Exit*⁶ oder *IPO*⁷ – von

mindestens 1 Mrd. €. ⁸ Begrifflich irritierend mag zwar sein, dass Einhörner Fabelwesen, Milliarden-Start-ups hingegen Realität sind. Die Seltenheit solcher Unternehmen und die Tatsache, dass für viele Gründer und Venture Capital-Investoren das Ziel, ein Einhorn zu schaffen oder es zu finanzieren, nicht real wird, verleihen dem Begriff aber eine gewisse Plausibilität.

In Abgrenzung zum Einhorn wurde bereits vor einiger Zeit der Begriff des Zebras vorgeschlagen. Geprägt wurde dieser Begriff wohl von *Jennifer Brandel, Mara Zepeda, Astrid Scholz und Aniyia Williams* in einem Beitrag mit dem Titel „Zebras Fix What Unicorns Break“. ⁹ *Brandel et al.* richten sich gegen eine aus ihrer Sicht fehlgeleitete Venture Capital-Branche, die Quantität über Qualität, Konsum über Kreation, schnelle Exits über nachhaltiges Wachstum und private Profite über gesellschaftlichen Wohlstand stellen. ¹⁰ Dies führe zu destruktiven Auswirkungen. Beispielhaft wird etwa aufgeführt, Facebook werde als Plattform für die Verbreitung von Fake News missbraucht; Uber unterstütze dubiose politische Agenden, toleriere eine giftige Arbeitsplatzkultur, manipulierte Mitarbeiterlöhne und umgehe regulatorische Vorschriften; Hersteller von E-Rollern produzierten in China billig Geräte, die oft nicht länger als 28 Tage hielten. ¹¹ Einhörner würden Kundenbedarf erfinden, um diesen mit dem eigenen Geschäftsmodell zu befriedigen, statt tatsächliche Probleme zu lösen. ¹²

Diese Kritik führt zur Entwicklung des Zebra-Begriffs in Abgrenzung und als Alternative zum kritisierten Status Quo: Zebras seien schwarz und weiß, also profitabel und nachhaltig zugleich. Sie seien zB statt auf exponentielles auf regeneratives Wachstum und nachhaltigen Wohlstand gerichtet; statt auf Exits mit hohen Erlösen auf langfristige Profitabilität. Zebras seien auf Pluralität statt auf Monopolstellungen aus, strebten Kooperation statt Wettbewerb an, gegenseitige Hilfe statt Parasitismus. Zebras bestünden aus ausgewogenen Teams, es gehe ihnen um den Erfolg des Nutzers, nicht um die Gewinnung des Nutzers, wobei nicht nur Einzelpersonen, sondern die öffentliche Gemeinschaft profitierten. Zusammenfassend ließe sich sagen, es gehe Zebras um Qualität statt Quantität.

2. Tatbestandliche Konturierung des Zebras

So wie die Eigenschaften des Zebras von seinen Fürsprechern beschrieben werden, ergibt sich daraus eher eine programmatische Formel als ein handhabbarer Tatbestand. Das entspricht wohl der Motivation und dem Anliegen seiner Fürsprecher, einen Kultur- und Systemwandel zu befördern. Um sich aus rechtlicher Sicht mit der Finanzierung sowie der Fondsstrukturierung und -regulierung zu beschäftigen, braucht es aber einen klar konturierten Tatbestand. Dieser sollte sich auf den wesentlichen Kern des Zebras beschränken. Dieser Kern ergibt sich aus zwei Eigenschaften des Zebras, die sich als seine Tatbestandsmerkmale verstehen lassen: Das ist erstens die Mission des Zebras, die auf die Lösung eines ökologischen oder sozialen Problems gerichtet ist. Zweitens streben Zebras nach einem sich selbst tragenden, profitablen Wachstum und anders als Einhörner nicht nach exponentiellem Wachstum und Exit. ¹³

III. Konsequenzen für die rechtliche Struktur

Mission und Zielstellung sind auf den ersten Blick zwar eher Teil der Kultur eines Unternehmens als strukturelle Merkmale. Allerdings hängen Kultur und rechtliche Struktur miteinander zusammen. Die rechtliche Struktur eines Unternehmens oder eines Finanzierungsinstruments bestimmt die vertragliche Verteilung von Rechten und Pflichten zwischen den beteiligten Parteien. Damit legt sie die jeweiligen Handlungsspielräume der Beteiligten fest und setzt innerhalb dieser Handlungsspielräume Anreize. Diese Anreize entfalten eine lenkende Wirkung und prägen so die gelebte Kultur. Die rechtliche Struktur eines Zebras sowie der Instrumente, über die es sich

finanziert, sollten deshalb die Mission und die Zielstellung eines sich selbst tragenden, profitablen Wachstums unterstützen.

1. Rechtliche Verankerung der Zebra-Kultur auf Unternehmensebene

Die Mission, eine soziale oder ökologische Problemlösung zu verfolgen und die Zielstellung eines sich selbst tragenden, profitablen Wachstums kann in den Gründungsdokumenten festgehalten werden; bei einer GmbH als klassische Rechtsform junger Unternehmen also in der Satzung.¹⁴ Der Gesellschaftszweck muss zwar nicht zwingend in die Satzung mit aufgenommen werden.¹⁵ Dies empfiehlt sich aber in Fällen, in denen – wie hier – abweichend vom Regelfall die Gewinnerzielungsabsicht nicht Selbstzweck ist. Dies schafft Transparenz und stellt sicher, dass die Erwartungen von Gründern und Investoren nicht auseinandergehen.

Neben üblichen Kontrollmechanismen, wie zB einem Beirat¹⁶, können weitere Strukturelemente zur Absicherung des Zebra-Charakters vorgesehen werden. Dies können Elemente des sog. Verantwortungseigentums sein.

Das Konzept des Verantwortungseigentums stellt eine grundlegende Annahme des klassischen Gesellschaftsrechts in Frage, nämlich dass die wesentliche Grundlage unternehmerischen Handelns in den finanziellen Anreizen für die Anteilseigner bestehe.¹⁷ Darüber hinaus bietet das Verantwortungseigentum eine konkrete Alternative – nicht nur für gemeinnützige, sondern auch gewinnorientierte Unternehmen an. Prominente Fürsprecher des Verantwortungseigentums sind die Purpose Stiftung sowie die Stiftung

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	88
--	----

Verantwortungseigentum. Beide engagieren sich in der konzeptionellen Arbeit am Modell des Verantwortungseigentums. Die Purpose Stiftung hat einen umfangreichen Leitfaden (nachfolgend der „Purpose Leitfaden“) erstellt¹⁸ und fördert die praktische Verbreitung des Verantwortungseigentums in Gestalt des Veto-Anteil-Modells (hierzu unter III.1.a) darüber hinaus beratend und investierend.¹⁹ Die Stiftung Verantwortungseigentum ist Herausgeberin eines viel beachteten Gesetzesentwurfs zur Verankerung des Verantwortungseigentums im GmbHG aus der Feder einer namhaften wissenschaftlichen Arbeitsgruppe (nachfolgend der „Wissenschaftliche Entwurf“, hierzu unter III.1.b).²⁰

a) Das Veto-Anteil-Modell

Grundgedanke des Verantwortungseigentums ist, dass Gewinne lediglich Mittel zum Zweck sind.²¹ Um dies zu gewährleisten, soll die Mehrheit der Kontrollrechte des Unternehmens stets bei solchen Personen liegen, die innerlich mit dem Unternehmen verbunden sind.²² Dies kann rechtlich auf verschiedenen Wegen implementiert werden.²³ Eine einfache, kostengünstige und auch in Deutschland verbreitete Umsetzung ist das Veto-Anteil-Modell.²⁴ Es verlangt nicht zwingend einen gemeinwohlfördernden Zweck des Unternehmens und sieht zwei obligatorische und eine fakultative Anteilsklasse vor.²⁵ Obligatorisch sind zunächst sog. Treuhänderanteile.²⁶ Die Gesellschafter halten diese Anteile treuhänderisch iSd Unternehmenswerte.²⁷ Es sind Anteile mit Stimm-, aber ohne Gewinnbezugsrecht, die von innerlich mit dem Unternehmen verbundenen Personen gehalten werden.²⁸ Häufig sind dies aktuell beschäftigte Mitarbeiter oder Geschäftsleiter des Unternehmens.²⁹ Die Anteilsübertragung richtet sich nach satzungsmäßig festgelegten Regeln. Regelmäßig dürfen sie weder am Markt veräußert noch vererbt werden. Auf die Treuhänderanteile entfallen 99 % der Stimmrechte des Unternehmens. Weitere obligatorische Anteilsklasse sind die Veto-Anteile, auf die 1 % der Stimmrechte des Unternehmens entfallen. Diese räumen das Recht

ein, jeglichen Entscheidungen zu widersprechen, die sich gegen die Unternehmensprinzipien richten. Veto-Anteile werden dabei häufig von hierauf spezialisierten Stiftungen gehalten. Das Stimmrecht der Veto-Anteilsinhaber beschränkt sich auf Satzungsänderungen bezüglich der Grundsätze des Verantwortungseigentums. Fakultativ kann darüber hinaus, insbesondere zur Aufnahme von Investoren, eine dritte Anteilsklasse geschaffen werden. Diesen Anteilen steht zwar ein Gewinnbezugsrecht, aber kein Stimmrecht zu.³⁰

b) Verantwortungseigentum in Form des Wissenschaftlichen Entwurfs

Der Wissenschaftliche Entwurf macht konkrete Gestaltungsvorschläge für eine Ergänzung des GmbHG. Mit Blick auf die Zebra-Merkmale sind vor allem drei Prinzipien des Wissenschaftlichen Entwurfs interessant. Erstens soll, wie bereits beim Veto-Anteil-Modell, ein gemeinwohlfördernder Zweck nicht erforderlich sein. Stattdessen soll es den Gesellschaftern überlassen bleiben, in den Grenzen des allgemeinen Rechts einen Zweck des Unternehmens festzulegen, der besonders nachhaltig oder gemeinwohlfördernd sein kann, aber nicht muss.³¹ Insbesondere soll kein „Gemeinnützigkeitsrecht Light“ eingeführt werden und keine Beaufsichtigung durch eine staatliche Behörde erfolgen.³² Zweitens soll der Gesellschafterkreis stark eingeschränkt werden. Gesellschafter sollen nur natürliche Personen, Rechtsträger mit in gleicher Weise dauerhaft gebundenem Vermögen oder Personengesellschaften sein können, deren Gesellschafter wiederum nur natürliche Personen sein dürfen.³³ Drittens soll es keine Anteile geben, die mit Gewinnbezugsrechten ausgestattet sind.³⁴

Damit unterscheidet sich der wissenschaftliche Entwurf in einigen entscheidenden Punkten vom Purpose Leitfaden, der keine entsprechende Beschränkung des Gesellschafterkreises kennt und Anteile mit Gewinnbezugsrecht (fakultativ) vorsieht. Gleichwohl ließe sich ein Zebra auch im Rahmen des Wissenschaftlichen Entwurfs strukturieren. Die gesellschaftliche Problemlösung ließe sich umsetzen und auch die ausgeschlossenen Gewinnbezugsrechte der Gesellschafter wären kein entscheidendes Hindernis. Die Beschränkung des Gesellschafterkreises schließt zwar Eigenkapitalfinanzierungen durch zB Impact-Fonds faktisch aus, die üblicherweise als Personengesellschaften organisiert sind, deren Gesellschafter regelmäßig nicht nur natürliche Personen sind. Impact-Fonds, die ein stetig wachsendes Segment im Bereich der Venture Capital-Fonds darstellen, hätten aber die Möglichkeit Zebras, die iSd Wissenschaftlichen Entwurfs in Verantwortungseigentum organisiert sind, mittels anderer Instrumente zu finanzieren (hierzu sogleich).

2. Rechtliche Verankerung der Zebra-Kultur anhand der Finanzierungsinstrumente

Auch die Kapitalstruktur eines Unternehmens spielt eine Rolle für die Etablierung einer Zebra-Kultur. Die Finanzierungsinstrumente, über die sich ein Unternehmen kapitalisiert, geben Handlungszwänge und -anreize vor, die sich auf die Unternehmensführung auswirken.

Dies kann zB Eigenkapital sein, also etwa, wenn Investoren im Rahmen von Finanzierungsrunden Anteile übernehmen. Dabei genießen spätere Investoren typischerweise Vorrang (zB durch Liquidationspräferenzen) vor früheren Investoren oder gar den Gründern.³⁵ Den Investoren steht dabei regelmäßig das Recht zu, abhängig von ihrer Beteiligungshöhe Sitze im Beirat zu besetzen. Dieser berät und überwacht die Geschäftsführung.³⁶ Zudem unterliegen wichtige strategische Entscheidungen häufig dem Vorbehalt der Zustimmung des Beirats.³⁷ Eigenkapital als Finanzierungsinstrument führt also häufig dazu, dass Gründer sich rechtlichen Handlungszwängen der Investoren unterwerfen müssen. Kontrolle über die Mission des Unternehmens zu behalten, ist indes ein wichtiges Ziel

für Zebras. Ein zu weitgehender Einfluss von primär finanziell motivierten Investoren auf die Unternehmensführung soll vermieden werden. Die finanziellen Anreize sollen gerade auf langfristiges, sich selbst tragendes Wachstum gerichtet sein, nicht auf exponentielles Wachstum und einen Exit. Ein eigenkapitaltypisches unbegrenztes Gewinnpotential kann also falsche Anreize setzen und ist deshalb für Zebras häufig nicht geeignet, jedenfalls sofern es sich nicht um stimmrechtslose Anteile handelt, wie sie im Rahmen des Veto-Anteil-Modells vorgesehen sind. Abseits solcher stimmrechtslosen Anteile ergibt sich eine strukturelle Präferenz für mezzanine und Fremdkapitalinstrumente, also Instrumente mit keinen oder eng begrenzten Mitspracherechten und begrenztem Gewinnpotential.

Eine Finanzierung über (Bank-)Kredite begegnet jedoch anderen Schwierigkeiten. Diese führt zwar regelmäßig nicht zur Kontrollabgabe. Allerdings scheiden Start-ups als Kreditnehmer aufgrund des hohen Ausfallrisikos in der Frühphase für Banken in der Regel aus. Zudem sind Bankkredite regelmäßig umfangreich zu besichern und insofern für viele Start-ups oft bereits keine Option. Auch kann die Zinslast für junge Unternehmen mit unsicheren Umsätzen Schwierigkeiten mit sich bringen. Entsprechend der dualen Strategie des Zebras soll gerade verhindert werden, dass sich aus den Finanzierungsinstrumenten ein so starker finanzieller Druck ergibt, dass sich die Insolvenz des Unternehmens nicht oder nur zu Lasten des sozialen und/oder ökologischen Strategiebestandteils verhindern lässt. Dies spricht gegen Fremdkapitalinstrumente, sofern sie feste Rückzahlungsverpflichtungen vorsehen. Zudem sind diese Fremdkapitalgläubiger strukturell vorrangig gegenüber Gesellschaftern, weshalb Investoren allgemein darauf achten, dass das Zielunternehmen möglichst nicht fremdkapitalfinanziert ist.³⁸

In der Gesamtschau ergibt sich daher, dass weder klassisches Eigenkapital noch klassisches Fremdkapital für eine Zebrafinanzierung ideal ist. Vielmehr eignen sich hierfür mezzanine Finanzierungsinstrumente mit eigenkapitalähnlichen und fremdkapitalähnlichen Elementen, die keine oder allenfalls begrenzte Mitsprachemöglichkeiten gewähren, ohne feste Rückzahlungsverpflichtungen auskommen und kein unbegrenztes Gewinnpotential bieten.

a) Nähere Betrachtung von Zebra-Finanzierungsinstrumenten

Mezzanine Finanzierungsinstrumente können sehr unterschiedlich gestaltet und deshalb am besten anhand konkreter Instrumente beschrieben und untersucht werden. Besonders interessant vor dem Hintergrund nachhaltigen Wachstums sind Finanzierungsinstrumente wie *Revenue Based Financing*, *Demand Dividends* oder *Shared Earning Agreements*. Diese werden im Folgenden unter dem Begriff Zebra-Finanzierungsinstrumente zusammengefasst. Diesen ist gemein, dass im Gegenzug zur Kapitalüberlassung variable Rückzahlungsansprüche bestehen.

b) Wirtschaftliche Grundidee

Grundidee von Zebra-Finanzierungsinstrumenten ist die zeitweise Kapitalüberlassung des Kapitalgebers an den Kapitalnehmer, wobei die Rückzahlung des Kapitals (zuzüglich Zinsen) variabel ausgestaltet ist. Das variable Element der Kapitalrückzahlung ergibt sich daraus, dass die laufende Rückzahlung abhängig vom Umsatz (beim *Revenue Based Financing*) oder vom Gewinn (bei *Demand Dividends* und *Shared Earning Agreements*) des Kapitalnehmers ist. Die laufende Rückzahlung bemisst sich als Prozentsatz des Umsatzes oder Gewinns, kann also auch null betragen.

Typischerweise beträgt die laufende Rückzahlung einen geringen Prozentsatz (zB 5 %) des monatlichen Umsatzes oder Gewinns des Kapitalnehmers. Zudem ist für die Rückzahlung eine (absolute) Zielrendite definiert, zB das Dreifache des überlassenen Kapitals, bei deren Erreichung die Rückzahlungsverpflichtung erfüllt ist. Im Übrigen sind vielerlei einzelfallabhängige Gestaltungen denkbar.

c) Rechtliche Einordnung

Insbesondere aus regulatorischen Gründen (dazu unter III.2.) entscheidend ist die zivilrechtliche Einordnung der Zebra-Finanzierungsinstrumente. Diese ist schwierig und häufig nicht trennscharf möglich. Je nach vertraglicher Ausgestaltung kommt eine Einordnung als partiarisches Darlehen, stille Beteiligung oder Genussrecht in Betracht.

aa) Partiarisches Darlehen

Zebra-Finanzierungsinstrumente können zum einen partiarische Darlehen darstellen. Partiarische Darlehen sind fremdkapitalnahe mezzanine Finanzierungsinstrumente, bei denen im Unterschied zum klassischen Darlehen statt einer (ausschließlichen) Festverzinsung eine erfolgsbezogene variable Vergütung vereinbart ist.³⁹ Begrenzt ist diese Vergütung regelmäßig auf eine Höchstrendite.⁴⁰ Mitwirkungsrechte oder Geschäftsführungsbefugnisse sind dem partiarischen Darlehensgeber versagt.⁴¹

bb) Stille Beteiligung

Möglich ist zum anderen eine Einordnung als stille Beteiligung. Die stille Gesellschaft ist eine Sonderform der BGB-Innengesellschaft iSd § 705 BGB.⁴² Diese wird zwischen dem Inhaber eines Handelsgeschäfts und dem stillen Gesellschafter zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks gegründet, wobei der stille Gesellschafter ohne Bildung eines Gesellschaftsvermögens mit einer Einlage am Handelsgewerbe beteiligt ist und eine Gewinnbeteiligung erhält.⁴³ Das Erfordernis eines gemeinsamen Zwecks ist dabei der wesentliche Unterschied zum partiarischen Darlehen. Ausreichend ist also nicht bereits die Verfolgung jeweils eigener Interessen – klassischerweise beim Kapitalgeber die Zinserwirtschaftung und beim Kapitalnehmer die Kapitalaufnahme. Vielmehr sollte im Rahmen von Zebra-Finanzierungsinstrumenten der gemeinsame Zweck darin liegen, neben der Gewinnerwirtschaftung auch soziale und/oder ökologische Problemstellungen anzugehen.

Entscheidend für das Vorliegen eines gemeinsamen Zwecks sind die Gesamtumstände des Einzelfalls.⁴⁴ Es haben sich sowohl einige zwingende als auch einige indizielle Kriterien herausgebildet, die für oder gegen einen gemeinsamen Zweck sprechen. Zwingendes Kriterium, das für das Vorliegen eines gemeinsamen Zwecks – und damit einer stillen Beteiligung – spricht, ist insbesondere eine Verlustbeteiligung.⁴⁵

Während die Einräumung von (umfassenden) Stimmrechten häufig gerade nicht im Interesse des kapitalnehmenden Zebras liegt und deswegen als Gestaltungsmittel regelmäßig ausscheidet, erscheint die Vereinbarung einer Verlustbeteiligung zumindest mög-

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	90
--	----

lich. Zwar ist bei Zebra-Finanzierungsinstrumenten keine uneingeschränkte Verlustbeteiligung vereinbart, da dem Kapitalgeber ein Rückzahlungsanspruch zusteht. Ist allerdings ein einfacher Rangrücktritt vereinbart, soll die Forderung also im Insolvenzfall nur nach denen anderer Gläubiger befriedigt werden, entspricht dies im Kern einer Verlustbeteiligung.⁴⁶ Hier ist der Kapitalgeber zwar nicht unbeschränkt, jedoch zumindest im Fall der Insolvenz am Verlust beteiligt.⁴⁷ Dies spricht also

für eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung.⁴⁸ Erst recht muss dies für den Fall gelten, dass nicht nur ein einfacher Nachrang, sondern ein (qualifizierter) Nachrang iSd § 19 Abs. 2 Satz 2 InsO vereinbart ist. Dieser beinhaltet ein rechtsgeschäftliches Zahlungsverbot in der Weise, dass die Forderung auch außerhalb des Insolvenzverfahrens nur aus ungebundenem Vermögen befriedigt werden darf.⁴⁹ In diesem Fall besteht für den Kapitalgeber also ein noch weitreichenderes Verlustrisiko, das zumindest indiziell auf eine stille Beteiligung hindeutet.⁵⁰

Zwar stellt ein qualifizierter Nachrang für Kapitalgeber ein erhöhtes Ausfallrisiko dar, das gerade in Anbetracht des begrenzten Gewinnpotentials von Zebra-Finanzierungsinstrumenten für Investoren auf den ersten Blick wenig attraktiv scheint. Bei genauerem Hinsehen relativiert sich dies hingegen. Zebra-Finanzierungsinstrumente eignen sich deshalb für nachhaltiges Wachstum, weil sich der Kapitalnehmer in Krisenzeiten – zumindest bei einer *gewinnabhängigen* Vergütung – gerade keinen Rückzahlungsansprüchen gegenüber sieht. Dass die Rückzahlungsforderung in diesen Fällen darüber hinaus aufgrund des qualifizierten Nachrangs in ihrer Durchsetzung gesperrt ist, stellt also regelmäßig keinen spürbaren Nachteil für den Kapitalgeber dar. Zudem sinkt durch die Vereinbarung des qualifizierten Nachrangs das Insolvenzrisiko des Zebras, sodass dadurch auch mittelbar ein Forderungsausfall für den Kapitalgeber vermieden und dessen Rendite langfristig gesichert werden kann.

Zwingend für das Vorliegen eines gemeinsamen Zwecks spricht zudem die Einräumung mitgliedschaftlicher Rechte am kapitalnehmenden Unternehmen (zB Stimmrechte).⁵¹ Zwar sollen umfassende Mitspracherechte verhindert werden, um finanziell motivierte Mitbestimmung auszuschließen. Denkbar ist aber die Mitspracherechte auf einen Kern zu begrenzen, der der Wahrung der Unternehmenswerte dient. Jedenfalls aber Informations- und Kontrollrechte sind denkbar und sinnvoll. Diese sprechen indiziell für das Vorliegen eines gemeinsamen Zwecks.⁵² Dies gilt insbesondere dann, wenn diese Rechte über das in § 233 HGB geregelte Maß hinausgehen.⁵³ Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn Änderungen des Unternehmensgegenstands, Veräußerungen des Unternehmens oder die Einstellung des Gewerbebetriebs durch die kapitalnehmende Gesellschaft der Zustimmung des Kapitalgebers bedürfen.⁵⁴ Sofern das Zebra im Verantwortungseigentum (iSe Veto-Anteil-Modells) steht, wären derartige Mitwirkungsrechte externer Dritter problematisch – sie widersprechen der Intention, möglichst keine Mitwirkungsrechte abzugeben, um die Kontrolle über das Zebra zu behalten. Steht das Zebra nicht im Verantwortungseigentum, sind derartige Mitwirkungsrechte des Kapitalgebers grundsätzlich möglich, insbesondere dann, wenn der Kapitalgeber seinerseits denselben ökologischen und/oder sozialen Zielstellungen wie das Zebra verpflichtet ist. Hier wäre an spezielle Anbieter von Zebra-Finanzierungsinstrumenten zu denken, die als „Zebra-Fonds“ oder Kreditinstitut (gegebenenfalls über ein *Fronting-Bank*-Modell) agieren könnten. Die Mitsprache des Kapitalgebers stellt so gerade sicher, dass die zebra-typischen Unternehmensziele beibehalten werden und damit auch die ursprüngliche gemeinsame Zielstellung, Gewinne zu erwirtschaften *und* einen ökologischen oder sozialen Mehrwert zu leisten.

In diesem Fall spricht auch die Vereinbarung einer Mindestvergütung – hier also die vereinbarte Zielrendite – nicht zwingend gegen das Vorliegen einer stillen Beteiligung.⁵⁵ Die Vereinbarung von Kreditsicherheiten spricht hingegen gegen eine stille Beteiligung.⁵⁶ Indizwirkung kann zudem die Vertragsdauer haben. Längere Laufzeiten sprechen für eine stille Beteiligung.⁵⁷ Dies kann bei Zebra-Finanzierungsinstrumenten gegeben sein. Die Rückzahlungsverpflichtung erlischt erst bei Erreichen der vereinbarten Zielrendite. Insbesondere bei einer *gewinnabhängigen* Bemessung der laufenden Rückzahlung muss bei jungen Unternehmen häufig zunächst erst einmal der *Break-Even-*

Points⁵⁸ überschritten werden, damit allein die erste Rate fällig wird. Dies kann mitunter erst nach vielen Jahren der Fall sein.

Gegen eine stille Beteiligung spricht ein jederzeitiges Kündigungsrecht des überlassenen Kapitals.⁵⁹ Ein solches würde dem Geist der Zebra-Finanzierungsinstrumente – der nachhaltigen Finanzierung von jungen Unternehmen – auch widersprechen. Vielmehr ist die Finanzierung auf bestimmte Zeit geschlossen und deswegen nicht vorher ordentlich kündbar.⁶⁰ Zwar ist für die Rückzahlung kein kalendermäßiges Datum festgesetzt. Für die Annahme einer bestimmten Zeit reicht es hingegen aus, dass die Vertragsdauer genügend bestimmbar und nicht unüberschaubar ist, sodass der Kapitalnehmer seine wirtschaftlichen Dispositionen darauf einstellen kann.⁶¹ Eine außerordentliche Kündigung ist allerdings möglich. Sinnvoll erscheint es, bereits vertraglich wichtige Kündigungsgründe festzulegen, wie etwa bestimmte, dem nachhaltigen gemeinsamen Zweck schadende Verhaltensweisen. So kann die gemeinsame Zweckverfolgung vertraglich abgesichert werden.

cc) Genussrechte

Ebenso denkbar ist auch die Ausgestaltung als Genussrecht. Der Genussrechtsinhaber überlässt dem Emittenten Kapital im Gegenzug zur Einräumung von Vermögensrechten, insbesondere einer

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	91
--	----

Gewinnbeteiligung.⁶² Es handelt sich dabei um Gläubigerrechte schuldrechtlicher Art.⁶³

Genussrechte ähneln ihrer wirtschaftlichen Funktionsweise nach partiarischen Darlehen und stillen Beteiligungen sehr. Die Abgrenzung kann daher im Einzelfall äußerst schwierig bis kaum möglich sein.⁶⁴ Wesentlicher Unterschied zur stillen Beteiligung ist, dass bei Genussrechten Kapitalgeber und -nehmer keinen gemeinsamen Zweck verfolgen.⁶⁵ In der konkreten Ausgestaltung zeigt sich dies etwa dadurch, dass Genussrechte weder Kontroll- noch Mitbestimmungsrechte gewähren.⁶⁶ Da es bei partiarischen Darlehen und Genussrechten gleichfalls am gemeinsamen Zweckerfordernis fehlt, ist die Abgrenzung hier weitaus schwieriger. Wie bereits im Rahmen der Abgrenzung zur stillen Beteiligung spricht auch hier eine Verlustbeteiligung gegen ein partiarisches Darlehen und für ein Genussrecht.⁶⁷ Dasselbe gilt für die Vereinbarung eines Nachrangs.⁶⁸ Ein (qualifizierter) Nachrang ist also auch hier sinnvoll, um eine Verlustbeteiligung des Kapitalgebers abzubilden und die Abgrenzung zum partiarischen Darlehen zu ermöglichen.

Eine Ausgestaltung von Zebra-Finanzierungsinstrumenten als Genussrecht eignet sich deshalb insbesondere dann, wenn Kapitalgeber und kapitalnehmende Gesellschaft keinen gemeinsamen Zweck verfolgen. Das kann etwa dann der Fall sein, wenn der Kapitalgeber sich der ökologischen und/oder sozialen Zielstellung des Zebras zwar verbunden fühlt und diese auch unterstützen möchte, aber dies nicht Hauptzweck, sondern lediglich ein gern gesehener Nebeneffekt der Kapitalüberlassung, die Hauptintention aber die Renditeerzielung ist. Im Endeffekt können hier Nuancen entscheidend sein – je nachdem wie sehr der Kapitalgeber sich der Zielstellung selbst verpflichtet fühlen möchte. Möchte er dies nicht, entfällt aus Sicht des Zebras auch eine wesentliche Grundlage dafür, ihm die oben beschriebenen Mitwirkungs- und Kontrollrechte einzuräumen. In diesem Fall dürfte dem Zebra nämlich daran gelegen sein, möglichst keine derartigen Rechte an Kapitalgeber abzugeben, um möglichst unabhängig von deren Renditeinteressen die eigene Zielstellung verfolgen zu können.

Es eignet sich aber auch für diesen Fall die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs, da es auch hier selbstverständlich im beiderseitigen Interesse liegt, eine frühzeitige Insolvenz des Zebras zu

verhindern und möglichst langfristige Profitabilität zu ermöglichen. In der Konsequenz führt dies entsprechend dem oben Gesagten ebenfalls dazu, dass der Kapitalgeber am Verlust beteiligt ist – und demzufolge das Zebra-Finanzierungsinstrument nicht als partiarisches Darlehen, sondern Genussrecht qualifiziert.

dd) Bewertung

Wie dargestellt ist die Abgrenzung von partiarischem Darlehen, stiller Beteiligung und Genussrecht einzelfallabhängig, weshalb auch die entsprechende Einordnung von Zebra-Finanzierungsinstrumenten maßgeblich von der vertraglichen Gestaltung im Einzelfall abhängt.

Die oben genannten Gestaltungsvorschlägen der Zebra-Finanzierungsinstrumenten führen zu einer Einordnung als stille Beteiligung oder Genussrecht. Wichtig ist dafür vor allem die Vereinbarung eines (qualifizierten) Rangrücktritts iSd § 19 Abs. 2 Satz 2 InsO, eine unbestimmte Vertragslaufzeit und das Fehlen von Kreditsicherheiten.

Je nachdem wie sehr sich Kapitalgeber und Zebra dabei gemeinsam mit der ökologischen und/oder sozialen Zielstellung identifizieren, können hier Informations- und Kontrollrechte (die bestenfalls über die des § 233 HGB hinausgehen) eingeräumt werden – dann liegt eine stille Beteiligung nahe – oder nicht – dann liegt ein Genussrecht nahe.

3. Auswirkungen auf Fondsebene

Die dargestellte Problematik der zivilrechtlichen Abgrenzung der Finanzierungsinstrumente ist nicht rein dogmatischer Natur. Vielmehr ist dies wesentlich für die regulatorischen Anforderungen, denen der Kapitalgeber gerecht werden muss. Nachfolgend werden zunächst die einschlägigen regulatorischen Rahmenbedingungen dargestellt, die für Venture Capital-Fonds gelten (III.3.a). Diese sind regelmäßig Kapitalgeber junger Unternehmen, weshalb es auch für die (Zebra-)Unternehmen selbst entscheidend darauf ankommt, ob die von ihnen bevorzugten Finanzierungsinstrumente auch auf Fondsebene rechtlich implementierbar sind. Weiterhin wird der für diese Zwecke zentrale Begriff des Gelddarlehens dargestellt und die Zebra-Finanzierungsinstrumente aufsichtsrechtlich eingeordnet (III.3.b) sowie die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergabe von Gelddarlehen aufgezeigt (III.3.c). Zuletzt wird erläutert, welche Alternativen Fonds und deren Managern europarechtlich offenstehen, die flexiblere Rahmenbedingungen hinsichtlich der möglichen Finanzierungsinstrumente bieten (III.3.d und e).

a) Einführung Fondstruktur

Regulatorisch handelt es sich bei Venture Capital-Fonds um Alternative Investmentfonds (AIF) iSd § 1 Abs. 3 KAGB. Diese sind regelmäßig geschlossene Spezial-AIF iSd § 1 Abs. 5, 6 KAGB, da Anteilsrücknahmerechte ausgeschlossen sind und Anteile nur professionellen und semiprofessionellen Anlegern zum Erwerb angeboten werden. Verwaltet werden sie von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die in der Regel über eine Registrierung nach § 2 Abs. 4, § 44 Abs. 1 KAGB verfügt. Diese Registrierung ermöglicht die Verwaltung eines oder mehrerer Venture Capital-Fonds mit einem reduzierten Regulierungsumfang. Alternativ besteht die Möglichkeit einer Vollregulierung (in Form einer Erlaubnis gem. § 20 Abs. 1 Satz 1 KAGB) oder einer EuVECA⁶⁹- bzw. EuSEF⁷⁰-Registrierung.

Für eine Vollregulierung entscheiden sich Venture Capital-Fondsmanager aufgrund des damit verbundenen Aufwands idR erst dann, wenn die von ihnen verwalteten Vermögenswerte die relevanten Schwellenwerte überschreiten (500 Mio. € ohne Leverage auf Fondsebene, 100 Mio. € mit Leverage auf Fondsebene)⁷¹. Eine EuVECA-Registrierung ist regelmäßig für diejenigen

interessant, die europaweites Fundraising beabsichtigen. Eine EuSEF-Registrierung kommt für solche Fondsmanager in Frage, die in Sozialunternehmen investieren wollen. Neben diesen Entscheidungskriterien kann aber

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	92
--	----

auch die Bandbreite zulässiger Finanzierungsinstrumente die Auswahl des Regulierungsregimes bestimmen.

Finanzierungsinstrumente, die als Gelddarlehen einzustufen sind, können von einer registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaft nur unter engen Voraussetzungen eingesetzt werden. Diese Einschränkungen gelten nicht oder jedenfalls nicht im selben Maße für EuVECA- oder EuSEF-Fondsmanager.

b) Gelddarlehen iSd KAGB

Sofern Zebra-Finanzierungsinstrumente als Gelddarlehen iSd § 285 Abs. 2 KAGB anzusehen sind, ist ihre Vergabe nur unter den dortigen Voraussetzungen zulässig. An einer gesetzlichen Definition des Gelddarlehensbegriffs iSd § 285 Abs. 2 KAGB fehlt es. Stattdessen ist für die Einordnung als Gelddarlehen auf zivilrechtliche Grundsätze zurückzugreifen.⁷² Qualifiziert das Finanzierungsinstrument danach als Darlehen iSd § 488 BGB – wie es das partiarische Darlehen tut –⁷³, handelt es sich auch aufsichtsrechtlich um Gelddarlehen. Gesellschaftsrechtliche Instrumente wie stille Beteiligungen oder Instrumente eigener Art wie Genussrechte sind danach hingegen keine Gelddarlehen.

Daraus ergibt sich, dass Zebra-Finanzierungsinstrumente, insofern sie nach der obigen Darstellung entweder als stille Beteiligung oder Genussrecht ausgestaltet werden, keine Gelddarlehen iSd § 285 Abs. 2 KAGB sind. Dafür spricht auch, dass bei Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs nach richtiger Ansicht der BaFin (unabhängig von der zivilrechtlichen Einordnung des Finanzierungsinstruments) kein Kreditgeschäft iSd § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG – unter das auch die Gewährung von Gelddarlehen fällt – vorliegen soll.⁷⁴ Im KAGB als lex specialis zum KWG muss folglich dasselbe Begriffsverständnis herrschen, sodass auch hier die Vereinbarung eines qualifizierten Nachrangs dazu führen muss, dass kein Gelddarlehen vorliegt.⁷⁵

In Anbetracht der fehlenden Verwaltungspraxis ist dies allerdings mit einer gewissen Rechtsunsicherheit behaftet. Dies gilt umso mehr, als die zivil- und damit auch aufsichtsrechtliche Einordnung der entsprechenden Finanzierungsinstrumente im Wesentlichen vom Einzelfall abhängt und sich pauschale Aussagen nicht sicher treffen lassen. Nachfolgend werden deshalb die aufsichtsrechtlichen Konsequenzen für den Fall, dass ein Finanzierungsinstrument als Gelddarlehen iSv § 285 Abs. 2 KAGB qualifiziert, dargestellt.

c) Vergabe von Gelddarlehen durch registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften

Trotz des mit einer Registrierung verbundenen reduzierten Regulierungsprogramms sind gem. § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 KAGB bei der Vergabe von Gelddarlehen durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Fonds bestimmte Produktanforderungen sowie umfangreiche Verhaltenspflichten und Pflichten bezüglich Risiko- und Liquiditätsmanagement zu beachten.⁷⁶

Die Vergabe von Gelddarlehen ist im Anwendungsbereich des KAGB grundsätzlich unzulässig und nur in einem der in § 285 Abs. 2 KAGB abschließend aufgezählten Fälle zulässig (abgesehen von Gesellschafterdarlehen iSv § 285 Abs. 3 KAGB).⁷⁷ § 285 Abs. 2 KAGB normiert die Bedingungen,

unter denen eine Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF Gelddarlehen gewähren darf. Danach darf der Fonds Kredite nur bis zu 30 % des investierbaren Kapitals aufnehmen, das Darlehen darf nicht an Verbraucher iSd BGB vergeben werden und pro Kreditnehmer darf nicht mehr als 20 % des investierbaren Kapitals als Kredit ausgereicht werden.

Um Gelddarlehen vergeben zu dürfen, muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft zudem umfangreiche Organisationspflichten beachten, die gerade in – für Venture Capital-Fonds typischen – kleinen Teams schwer zu erfüllen sind.⁷⁸ Konkret muss die eigene Aufbau- und Ablauforganisation im Einklang mit den Vorgaben der Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften gestaltet werden.⁷⁹ Diese Vorgaben hat die BaFin in einem umfangreichen Rundschreiben dargestellt (sog. KAMaRisk).⁸⁰

Grundsätzlich sieht die KAMaRisk vor, dass Entscheidungen über die Darlehensvergabe das „Fondsmanagement“ trifft und bei risikorelevanten Darlehen die Entscheidung einer weiteren Prüfung durch den Bereich „Marktfolge“ unterworfen wird.⁸¹ Die Kapitalverwaltungsgesellschaft legt eigenverantwortlich die Kriterien fest, nach denen sich die Risikorelevanz beurteilt.⁸² Beide Bereiche müssen zwar grundsätzlich organisatorisch getrennt sein.⁸³ Bei kleinen Kapitalverwaltungsgesellschaften hat die BaFin allerdings iSd Verhältnismäßigkeit anerkannt, dass eine solche Funktionstrennung organisatorisch nicht darstellbar ist und deshalb eine integrierte Entscheidung durch die Geschäftsleitung der Kapitalverwaltungsgesellschaft zulässig ist.⁸⁴

Schwieriger dürfte die Umsetzung der die Ablauforganisation betreffenden Pflichten sein. Sie werden hier überblicksartig und nur insoweit dargestellt, wie sie auf registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften anwendbar sind.

Für die Darlehensgewährung sind mehrere Prozessschritte zu durchlaufen. Zunächst sind die Anforderungen an die Darlehensbearbeitung zu beachten. Diese gliedern sich in zwei Schritte: die Prüfung der Darlehensinvestition und die Weiterbearbeitung. Die Prüfung der Darlehensinvestition umfasst die Feststellung des Adressatenausfallrisikos, die Ermittlung seiner Kapaldienstfähigkeit anhand aktueller und zukünftiger wirtschaftlicher Verhältnisse unter besonderer Berücksichtigung der Risiken bezüglich zukünftiger Vermögens- und Liquiditätslage, gegebenenfalls Projektanalyse, Finanzierungsstruktur/Eigenkapitalquote, Sicherheitenkonzept oder Vor- und Nachkalkulation.⁸⁵ Risikoabhängig sind hier verschiedene Verfahren zu beachten. Für Sicherheiten muss deren Werthaltigkeit und rechtlicher Bestand geprüft werden.⁸⁶ Dies sollte nicht durch das Fondsmanagement, sondern unabhängig davon erfolgen. Die Weiterbearbeitung umfasst die Überwachung der Einhaltung des Vertrags durch den Darlehensnehmer sowie die jährliche Überprüfung des Adressatenausfallrisikos.⁸⁷

Sodann ist eine Darlehensbearbeitungskontrolle (als internes Kontrollsystem) einzurichten und durchzuführen.⁸⁸ Hierbei geht es vor allem um eine Überprüfung, ob die Organisationsrichtlinien zur

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	93
--	----

Darlehensvergabe eingehalten wurden. Außerdem sind Kriterien zu entwickeln und anzuwenden, nach denen die einzelnen Darlehen der Normalbetreuung, Intensivbetreuung oder Problemdarlehensbetreuung unterworfen werden.⁸⁹ Diese Kriterien sind von einem Bereich außerhalb des Fondsmanagements zu entwickeln.⁹⁰ Während es im Rahmen der Intensivbetreuung vor allem darum geht, die Wiedererlangung der Ertragskraft des Darlehensnehmers zu fördern, geht es bei der Behandlung von Problemdarlehen um die Sanierung oder Abwicklung. Hier müssen spezialisierte Mitarbeiter tätig sein oder, falls – wie typischerweise bei Venture Capital-Teams

anzunehmen sein dürfte – keine solchen Experten vorhanden sind, externe Ressourcen bemüht werden. Auch ein Risikofrüherkennungsverfahren hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft einzurichten.⁹¹

Neben den genannten Anforderungen der KAMaRisk führt die Vergabe von Gelddarlehen auch zu weiteren aufsichtsrechtlichen Vorgaben. Dazu gehört das Millionenkredit-Reporting an die von der Deutschen Bundesbank geführten Evidenzzentrale sowie Anforderungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten sowie an das Liquiditätsmanagement.⁹²

Unter dem Strich ergibt sich hieraus ein ganz erheblicher administrativer Aufwand, der weit über den Aufwand hinausgehen dürfte, den eine registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaft für Eigenkapital-Investments regelmäßig erfüllt. Eine Alternative zur Vergabe von Gelddarlehen kann der Erwerb von (unverbrieften) Gelddarlehensforderungen sein. Vergibt eine Bank die Gelddarlehen und werden diese dann von einem von einer registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltetem Fonds erworben, löst dies weder die Produktvorschriften nach § 285 Abs. 2 KAGB noch die Vorschriften der KAMaRisk aus. Ein solches *Fronting-Bank*-Modell setzt die Einbeziehung einer Bank voraus. Die ökonomische und organisatorische Machbarkeit dieser Strukturvariante ist im Einzelfall zu beurteilen.

d) Vergabe von Gelddarlehen durch EuVECA-Fondsmanager

Eine mögliche Alternative zur bloßen Registrierung nach dem KAGB ergibt sich aus der EuVECA-VO. Diese eröffnet ein Regulierungsregime für in der EU niedergelassene Verwalter alternativer Investmentfonds, die bestimmte von den mit der Registrierung nach § 2 Abs. 4, § 44 Abs. 1 KAGB verbundenen Voraussetzungen abweichende Anforderungen einhalten. Mit der EuVECA-Registrierung ist der europäische Vertriebspass verbunden. Das bedeutet, dass ein nach EuVECA-VO registrierter Fondsmanager Anteile an von ihm verwalteter qualifizierter Risikokapitalfonds innerhalb der EU vertreiben darf, ohne dass er die jeweiligen nationalen Privatplatzierungsregime beachten muss.⁹³ Zudem bringt die EuVECA-VO eine abgesenkte Investmentschwelle für nicht-professionelle Anleger mit sich: Statt 200 000 € genügen 100 000 €, ohne dass es einer konstitutiven Bestätigung der Sachkenntnis und Erfahrung des Anlegers durch den Fondsmanager bedarf (Art. 6 Abs. 1 EuVECA-VO).

Für eine EuVECA-Registrierung muss ein Fondsmanager im Rahmen eines formalen Registrierungsprozesses bestimmte materielle Voraussetzungen erfüllen bzw. sich hierzu verpflichten. Zunächst kommt eine EuVECA-Registrierung überhaupt nur für Fondsmanager in Betracht, welche die Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 2 lit. b AIFM-RL erfüllen und qualifizierte Risikokapitalfonds verwalten. Qualifizierte Risikokapitalfonds sind in der EU niedergelassen und investieren mindestens 70 % ihres eingesammelten Kapitals in qualifizierte Anlagen. Qualifizierte Anlagen sind unter anderem besicherte und unbesicherte Darlehen. Auch im Rahmen der EuVECA-Regulierung greifen allerdings besondere Anforderungen für die Vergabe dieser Darlehen, die nicht unbegrenzt möglich, sondern betragsmäßig beschränkt auf 30 % des eingesammelten Kapitals ist. Darlehen können nur solchen Unternehmen gewährt werden, an denen der Fonds bereits qualifizierte Anlagen hält (Art. 3 Abs. 1 lit. e ii) EuVECA-VO). Im Rahmen der qualifizierten Anlagen beschränkt sich die Vergabe also auf Gesellschafterdarlehen. Jenseits der qualifizierten Anlagen, also im Bereich bis 30 % des eingesammelten Kapitals, können Darlehen auch Unternehmen gewährt werden, an denen der Fonds nicht bereits als Gesellschafter beteiligt ist.

Die Frage, ob Zebra-Finanzierungsinstrumente als Gelddarlehen anzusehen sind, ist also auch im Bereich der EuVECA-Regulierung relevant. Im Gegensatz zum KAGB unterscheidet die EuVECA-VO allerdings nicht strikt zwischen Gelddarlehen und anderen Instrumenten. Stattdessen grenzt die

EuVECA-VO Darlehen von Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Instrumenten ab (Art. 3 Abs. 1 lit. e EuVECA-VO). Eigenkapitalähnliche Mittel sind dabei jede Art von Finanzierungsinstrument, das aus Eigen- und Fremdkapital zusammengesetzt ist und bei dem die Rendite sich nach dem Gewinn oder Verlust des qualifizierten Portfoliounternehmens bemisst und bei dem die Rückzahlung des Instruments im Fall der Zahlungsunfähigkeit nicht vollständig gesichert ist (Art. 3 Abs. 1 lit. h EuVECA-VO).

Zebra-Finanzierungsinstrumente erfüllen diese Merkmale. Unabhängig davon, wie sie zivilrechtlich im Detail ausgestaltet sind, bewegen sich Zebra-Finanzierungsinstrumente als mezzanine Instrumente im Grenzbereich zwischen Eigen- und Fremdkapital. Den Zebra-Finanzierungsinstrumenten ist die gewinn- bzw. umsatzabhängige Rückzahlung gemein, ebenso wie das regelmäßige Fehlen von Kreditsicherheiten. Demzufolge fallen Zebra-Finanzierungsinstrumente unter die eigenkapitalähnlichen Mittel und unterliegen nicht den Beschränkungen der Darlehensvergabe. Der europäische Gesetzgeber hat hier lobenswerterweise Verständnis für die Praxis des Wirtschaftsverkehrs gezeigt und erkannt, dass Finanzierungsinstrumente nicht stets entweder Eigen- oder Fremdkapital sind, sondern, dass auch mezzanine Formen mittlerweile fest im Wirtschaftsverkehr verankert sind. Somit werden jedenfalls auf europäischer Ebene die oben beschriebenen – investitionshemmenden – Rechtsunsicherheiten beiseitegeschafft, ob mezzanine Finanzierungsinstrumente als Gelddarlehen qualifizieren oder nicht.

e) Vergabe von Gelddarlehen durch EuSEF-Fondsmanager

Gegenüber der dargestellten Regulierungsstrenge, die Fondsmanager – auch bei bloßer Registrierung und selbst nach der EuVECA-VO – bei der Vergabe von Gelddarlehen erwartet, eröffnet die EuSEF-VO einen weitergehenden Spielraum. Die EuSEF-VO will die Finanzierung sozialen Unternehmertums fördern.⁹⁴ Mit einer EuSEF-Registrierung sind – wie auch bei der EuVECA-Registrierung – ein abgesenkter Investmentbetrag für nicht-professionelle Anleger (100 000 €, Art. 6 Abs. 1 lit. a EuSEF-VO) und der europäische Vertriebspass verbunden. Dafür stellt die EuSEF-V= erhöhte Anforderungen an die Anlagestrategie des Fonds. Ähnlich der EuVECA-VO müssen mindestens 70 % des eingesammelten Kapitals in qualifizierte Anlagen fließen. Daraus ergeben sich für die Zielunternehmen weitgehende Anforderungen; insbesondere muss die Erzielung messbarer, positiver sozialer Wirkungen das vorrangige Ziel sein. Dies meint das Bereit-

El-Qalqili/Offinger: Zebras, Einhörner und die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzierung nachhaltiger Start-ups(BKR 2021, 86)	94
--	----

stellen von Gütern oder Dienstleistungen für marginalisierte, benachteiligte oder ausgegrenzte Personen, die Produktion von Gütern oder die Erbringung von Dienstleistungen mit einem sozialen Ziel oder die Finanzierung ausschließlich solcher Unternehmen, welche die vorgenannten Ziele verfolgen (Art. 3 Abs. 1 lit. d ii) EuSEF-VO).

Hier stellt sich die Frage, ob solche vorrangig sozialen Unternehmen überhaupt als Zebras einzustufen sind oder ob das Zebra nicht zwischen Einhörnern auf der einen und Sozialunternehmen auf der anderen Seite steht. Versteht man den Zebrabegriff so weit, dass auch EuSEF-konforme Sozialunternehmen umfasst werden, eröffnet die EuSEF-VO für Zebras einen weiten Gestaltungsspielraum. Die Anforderungen an die Finanzierungsinstrumente – speziell im Hinblick auf die Darlehensvergabe – sind geringer als in den zuvor genannten Regulierungsoptionen. Die EuSEF-VO kennt nicht nur ebenso eigenkapitalähnliche Mittel, unter die auch hier die Zebra-Finanzierungsinstrumente fallen. Vielmehr ist auch die Vergabe von Gelddarlehen unbeschränkt möglich. Dies stellt einen wesentlichen Vorteil gegenüber der strengen Regulierung der Darlehensvergabe im KAGB und auch der nur begrenzt möglichen

Darlehensvergabe nach der EuVECA-VO dar. Demzufolge stellt die EuSEF-VO gerade für solche Fondsmanager eine attraktive Alternative dar, die nicht nur mezzanine Finanzierungsinstrumente, sondern auch klassische Kredite vergeben wollen.

IV. Ergebnis

Die Debatte darüber, welche Rolle Nachhaltigkeit im Venture Capital Bereich spielen sollte, ist in vollem Gange. Sie wird von den Marktteilnehmern selbst zunehmend ernsthaft geführt und mündet in vielen Fällen in entsprechenden ESG-Richtlinien oder gar Impact-Fonds-Konzepten. Dieser Beitrag setzt sich mit der Diskussion nicht wertend auseinander, sondern versucht die Zebra-Idee auf einer technischen Ebene weiterzudenken. Mit dem Schlagwort Zebra und seiner Abgrenzung verbinden viele eine nachhaltigere Form der Start-up-Finanzierung. Betrachtet man die Forderungen, richten sie sich vorrangig auf einen Kulturwandel. Überführt man die entsprechenden Diskussionsbeiträge in rechtliche Strukturen, lassen sich vorhandene (sich entwickelnde) Konzepte, wie etwa das Verantwortungseigentum (auf Unternehmensebene) oder bestimmte mezzanine Finanzierungsinstrumente nutzen. Zebra-Finanzierungsinstrumente lassen sich als stille Beteiligungen oder Genussrechte ausgestalten. Als solche qualifizieren sie nicht als Gelddarlehen und unterliegen somit weder den Produktvorschriften des § 285 Abs. 2 KAGB noch den Anforderungen der KAMaRisk. Auch im Bereich der EuVECA-VO sind stille Beteiligungen oder Genussrechte – als eigenkapitalähnliche Instrumente – zulässig. Noch weitergehend ist der Spielraum im Rahmen der EuSEF-VO, denn dort sind selbst Gelddarlehen unbeschränkt zulässig. Allerdings legt die EuSEF-VO hohe Anforderungen an die Anlagestrategie fest, die auch im Impact-Bereich nicht für alle Konzepte angemessen sind. Hier stellt sich bereits die Frage, ob die für Zwecke der EuSEF-VO erforderliche Vorrangigkeit sozialer Ziele überhaupt mit dem Zebra-Begriff vereinbar ist. Dies sind nicht die einzigen Stellschrauben, die sich im Rahmen der Fondsstrukturierung nutzbar machen lassen; viele weitere Aspekte und Folgerungen sind in weiteren Beiträgen zu beleuchten.

* Der Autor El-Qalqili ist Associated Partner der Kanzlei SMP in Berlin, der Autor Offinger wiss. Mitarbeiter in Berlin.

¹ Brandel/Zepeda/Scholz/Williams in Zebras Fix What Unicorns Break, 2017, <https://medium.com/@sexandstartups/zebrasfix-c467e55f9d96>, abgerufen am 26.10.2020.

² Ebenda.

³ Nicht zu verwechseln ist der hier verwendete Begriff des Zebras mit der aus dem Steuerrecht bekannten Zebra-Gesellschaft.

⁴ Brandel/Zepeda/Scholz/Williams (Fn. 1).

⁵ Verbreiteter wohl unter dem englischen Begriff *Unicorn*, hierzu siehe Fn. 8.

⁶ Exit meint das Ausscheiden von Investoren oder Gründern aus dem Unternehmen, insbesondere durch Verkauf ihrer Anteile.

⁷ IPO bedeutet *Initial Public Offering*, also den Börsengang eines Unternehmens.

⁸ Begründet wurde der Begriff wohl von Lee in Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups, 2013, <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>, abgerufen am 26.10.2020.

⁹ Brandel/Zepeda/Scholz/Williams (Fn. 1).

¹⁰ Ebenda.

¹¹ Brandel/Zepeda/Scholz/Williams (Fn. 1); Tomorrow, Zebras sind die besseren Einhörner, 2020, <https://www.tomorrow.one/blog/de-de/zebras-sind-die-besseren-einwoerner>, abgerufen am 26.10.2020.

12 Tomorrow (Fn. 11).

13 Mit einer ähnlichen Zielstellung – nur ohne primäre ökologisch und/oder sozial motiviertes Unternehmertum – ist mittlerweile auch der Begriff des *Camel* im Umlauf, *Lazarow* , https://www.kauffmanfellows.org/journal_posts/the-case-for-camels, abgerufen am 26.10.2020.

14 Insofern hier Gestaltungsvorschläge gemacht werden, die das (Ziel-)Unternehmen betreffen, bezieht sich dies – aufgrund der Häufigkeit und Relevanz dieser Rechtsform im Kontext junger Unternehmen – stets auf die GmbH. Insbesondere lassen sich diese Gestaltungen aufgrund der Satzungsstrenge nicht ohne weiteres auf die AG übertragen.

15 Vgl. dazu und zum Folgenden *Wicke* in MünchKommGmbHG, 3. Aufl. 2018, § 3 Rn. 9.

16 Eingehend hierzu *Nießen/Kempermann*, NJW-Spezial 2012, 271.

17 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden*, Entwurf eines Gesetzes für die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in Verantwortungseigentum, 2020, S. 7.

18 Purpose Stiftung, Verantwortungseigentum – Unternehmenseigentum für das 21. Jahrhundert, 2017.

19 <https://purpose-economy.org/de/who-we-are/>, abgerufen am 26.10.2020.

20 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 7.

21 *Reiff*, ZIP 2020, 1750.

22 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.

23 Eingehend zum aktuellen Gesetzesentwurf einer GmbH in Verantwortungseigentum (VE-GmbH) *Reiff*, ZIP 2020, 1750.

24 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.; *Sanders*, ZRP 2020, 140.

25 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.

26 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.

27 *Sanders*, ZRP 2020, 140.

28 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.; *Sanders*, ZRP 2020, 140.

29 Dazu und zum Folgenden Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff.

30 Purpose Stiftung (Fn. 18), S. 16 ff. Eine solche stimmrechtslose Anteilsklasse wird teilweise für schwer vereinbar mit dem Leitbild des selbstbestimmten Unternehmens in Verantwortungseigentum sowie dem Grundgedanken der dauerhaften Vermögensbindung gehalten, vgl. *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 7.

31 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 24.

32 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 24, 46.

33 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 25 f.

34 *Sanders/Kempny/Dauner-Lieb/Veil/Möslein/von Freeden* (Fn. 17), S. 28.

35 Vgl. *Bank/Möllmann* in *Bank/Möllmann*, VC Agreements, Rn. 448 ff.

36 *Bank/Möllmann* (Fn. 35), Rn. 123.

37 Zur Frage, inwiefern eine Delegation von Rechten der Gesellschafterversammlung auf den Beirat zulässig ist, vgl. *Nießen/Kempermann*, NJW-Spezial 2012, 271 mwN; *Bank/Möllmann* (Fn. 35), Rn. 125.

38 *Bank/Möllmann* (Fn. 35), Rn. 444.

39 *Schäfer* in MünchKommBGB, 8. Aufl. 2020, Vor § 705 Rn. 112; *Steffek* in Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 2. Aufl. 2016, Vor § 488 ff. Rn. 28; *Kraus* in Weitnauer, Handbuch VC, 6. Aufl. 2019, Teil D. Rn. 42.

40 *Kraus* (Fn. 39), Teil D. Rn. 44.

41 *Künkele* in Hettler/Stratz/Hörtnagl, Beck'sches Mandatshandbuch Unternehmenskauf, 2. Aufl. 2013, § 6 Rn. 281.

42 Vgl. BGHZ 7, 378; *Schmidt* in MünchKommHGB, 4. Aufl. 2019, § 230 Rn. 4 ff.

43 Vgl. *Schmidt* (Fn. 42), § 230 Rn. 2.

44 BGH NJW 1995, 192.

45 BGH DB 1965, 1589; *Schmidt* (Fn. 42), § 230 Rn. 60; *Blaurock* in *Blaurock*, Handbuch Stille Gesellschaft, 9. Aufl. 2020, Rn. 5.23.

46 BFH DStRE 2006, 239 betreffend die stille Gesellschaft iSd § 8 Nr. 3 GewStG, dessen Begriffsbestimmung sich aber ebenso nach dem zivilrechtlichen Begriff richtet; lesenswert hierzu auch *Müller/Weller/Reinke* in DB 2008, 1109 mwN, die vertreten, dass das „Kriterium der Nachrangigkeit [...] dabei vom Abgrenzungskriterium der Verlustteilnahme nicht eindeutig getrennt werden [kann], sodass beide als Abgrenzungseinheit anzusehen sind“.

47 BFH DStRE 2006, 239.

48 BFH DStRE 2006, 239.

49 BGH NJW 2015, 1672; *Mock* in *Uhlenbruck*, InsO, 15. Aufl. 2019, § 19 Rn. 239.

50 Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass im Ur. des BFH v. 19.10.2005 – I R 48/04, DStRE 2006, 239 die kapitalnehmende Gesellschaft neben dem „gewinnabhängigen Entgelt“, das sich nicht etwa nach dem Gesellschaftsgewinn, sondern der Höhe des ausgezahlten Kapitals richtete, auch ein festverzinsliches, gewinnunabhängiges Entgelt geschuldet war. Das „gewinnabhängige Entgelt“ war zudem im Fall einer zeitweiligen Gewinnlosigkeit in späteren Jahren nachzuentrichten.

51 *Schmidt* (Fn. 42), § 230 Rn. 60.

52 *Schmidt* (Fn. 42) § 230 Rn. 62, 64.

53 Vgl. BGH NJW 1995, 192; vgl. *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, BB Beilage 2005, Nr. 14, 1, 16.

54 BGH NJW 1995, 192.

55 Vgl. BGH NJW 1995, 192.

56 BGH NJW 1995, 192; OLG Hamm NJW-RR 1999, 1415.

57 OLG Hamm NJW-RR 1999, 1415, das eine Vertragslaufzeit von sechs Jahren als ausreichend lang erachtet.

58 Dies meint die Gewinnschwelle, also den Zeitpunkt, ab dem Erlös und Kosten gleich hoch sind.

59 BGH WM 1965, 1052.

60 *Blaurock* (Fn. 45), Rn. 14.20 ff.

61 BGH NJW 1968, 2003.

62 *Wedemann* in *Oetker*, HGB, 6. Aufl. 2019, § 230 Rn. 39; *Leuschner* in *Habersack/Casper/Löbbe*, GmbHG, 3. Aufl. 2020, § 29 Rn. 219.

63 Vgl. BGH NJW 1993, 57.

64 Siehe zur Abgrenzung von Genussrechten und partiarischen Darlehen etwa eingehend *Klier/Kuzmicki/von Schweinitz* in *Jesch/Striegel/Boxberger*, Rechtshandbuch PE, 2. Aufl. 2020, § 28 Rn. 62 ff.

65 *Ziebe*, DStR 1991, 1594.

66 BGH WM 1959, 434.

67 *Ziebe* DStR 1991, 1594.

68 *Klier/Kuzmicki/von Schweinitz* (Fn. 64), § 28 Rn. 64.

69 §§ 2 Abs. 6 Abs. 1 Nr. 1, 337 KAGB iVm Art. 14 EuVECA-VO (VO (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds).

70 §§ 2 Abs. 7 Abs. 1 Nr. 1, 338 KAGB iVm Art. 15 EuSEF-VO (VO (EU) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum).

71 § 2 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 lit. a und b KAGB; Art. 2 Abs. 1 lit. a EuVECA-VO iVm Art. 3 Abs. 2 lit. b AIFM-RL; Art. 2 Abs. 1 lit. a EuSEF-VO iVm Art. 3 Abs. 2 lit. b AIFM-RL.

72 BT-Drs. 18/6744, 64; *Ulrich* in Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch PE, 2. Aufl. 2020, § 17 Rn. 101.

73 *Kraus* (Fn. 39), Teil D. Rn. 42.

74 BaFin vom 8.1.2009, Merkblatt Kreditgeschäft, 1. A) cc) (4); eingehend und lesenswert hierzu *Lorenz/Heuzeroth*, RdF 2020, 2.

75 Eingehend hierzu *Lorenz/Heuzeroth*, RdF 2020, 2.

76 Eingehend hierzu *Thom/Dürre*, WM 2018, 502.

77 *Ulrich* (Fn. 72), § 17 Rn. 72.

78 Vgl. hierzu auch *Lorenz/Heuzeroth*, RdF 2020, 2.

79 § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 KAGB iVm § 29 Abs. 1, 2, 5 und 5 a; § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 KAGB iVm § 30 Abs. 1 bis 4 KAGB.

80 Rundschreiben 01/2017 (WA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KAMaRisk).

81 KAMaRisk, 5.1 Nr. 1.

82 KAMaRisk, 4.4 Nr. 1.

83 KAMaRisk, 4.5 Nr. 1.

84 KAMaRisk, 5.1 Nr. 1.

85 KAMaRisk, 5.2.1.

86 KAMaRisk, 5.2.1 Nr. 3.

87 KAMaRisk, 5.2.2.

88 KAMaRisk, 5.2.3.

89 KAMaRisk, 5.2.4 Nr. 1, 5.2.5 Nr. 1.

90 KAMaRisk, 5.2.4 Nr. 1.

91 KAMaRisk, 5.3.

92 § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 iVm § 34 Abs. 6 KAGB, § 14 KWG, § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 iVm § 27 Abs. 1, 2 und 5 KAGB; § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 iVm § 30 Abs. 1 bis 4 KAGB.

93 Einen guten Überblick über die Anforderungen einer Vielzahl von nationalen Privatplatzierungsregimen vermittelt die Webseite

https://smp.law/DE/Toolbox/Raise_Your_Fund.php?field=577, abgerufen am 26.10.2020.

94 *Schwarz van Berk/Hillebrand/Schoeneberg* in Pöllath/Rodin/Wewel, PE und VC Fonds, 1. Aufl. 2018, § 15 Rn. 1.