

# Betriebs Berater

BB

4 | 2024

Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ...

22.1.2024 | 79. Jg.  
Seiten 129–192

## DIE ERSTE SEITE

**Dr. Christoph Louven**, RA

Caveat venditor – Augen auf beim Unternehmensverkauf!

## WIRTSCHAFTSRECHT

**Dr. Peter Memminger**, LL.M. (Miami), RA, und **Dr. Jonas Schwarz**, RA

Haftungsrisiken für Investoren im Insolvenzfall einer Portfoliogesellschaft | 131

**Dr. Matthias Schudlo**, RA, und **Dr. Patrick Kemper**, LL.M. (Pretoria), RA

Vorvertragliche Aufklärungspflichten und deren Erfüllung im Rahmen von M&A-Transaktionen | 137

## STEUERRECHT

**Dr. Alexander Zapf**, RiFG

BB-Rechtsprechungsreport zur Besteuerung von Kapitalgesellschaften 2022/2023 – Teil I | 151

## BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

**Michael Deubert**, WP/StB, und **Nils Müller**, WP

HGB-Übernahmebilanzierung nach den Änderungen durch die EU-Umwandlungsrichtlinie – Bedeutung für die M&A-Praxis | 170

## ARBEITSRECHT

**Dr. Justus Frank**, LL.M., Maître en droit, RA, und **Dr. Maurice Heine**

ESG-Reporting – Ein Schub für die HR-Digitalisierung | 180

Schwerpunktheft  
M&A

Dr. Peter Memminger, LL.M. (Miami), RA, und Dr. Jonas Schwarz, RA

# Haftungsrisiken für Investoren im Insolvenzfall einer Portfoliogesellschaft

Im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen einer Portfoliogesellschaft drohen Investoren wie Private Equity oder Venture Capital Funds als (mittelbaren) Gesellschaftern der Portfoliogesellschaft über den Totalverlust des Equity-Investment hinaus weitere Haftungsgefahren und Risiken. Investoren dürfte indes nicht immer hinlänglich bekannt sein, inwieweit sie im Zusammenhang mit der Insolvenz einer Portfoliogesellschaft trotz der grundsätzlichen Abschirmung aufgrund des Haftungsschildes einer Kapitalgesellschaft derartigen, weitergehenden Risiken ausgesetzt sein können. Dieser Beitrag beleuchtet einige dieser Risiken für Investoren exemplarisch.

## I. Einleitung

Investoren<sup>1</sup> wie Private Equity oder Venture Capital Funds, die im Rahmen einer typischen Akquisitionsstruktur eine Beteiligung an einer Zielgesellschaft („Portfoliogesellschaft“) (mittelbar) erworben haben, droht im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen dieser Portfoliogesellschaft der Totalverlust des Equity-Investment, der daraus resultiert, dass im Insolvenzverfahren mittels der Veräußerung der Aktiva der Portfoliogesellschaft (sofern kein Insolvenzplan Abweichendes vorsieht) erzielte Verwertungserlöse vollständig der vorrangigen Befriedigung der Gläubiger dienen.<sup>2</sup> Dieses Risiko mag zwar wirtschaftlich unangenehm sein, ist aber letztlich bekannt und die Kehrseite der Gewinnerzielungschancen eines jeden Investments. Weniger bekannt sein dürfte, dass Investoren im Szenario der materiellen Insolvenz einer Portfoliogesellschaft weiteren Haftungsgefahren und Risiken ausgesetzt sein können, deren Höhe über den Betrag des ursprünglichen Investments unter Umständen sogar hinaus gehen kann. Einige dieser Risiken und Szenarien sollen nachfolgend exemplarisch skizziert werden.

Die nachfolgenden Ausführungen orientieren sich an den in der Praxis am häufigsten vorkommenden Fall einer Portfoliogesellschaft in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft. Auf die Besonderheiten, die durch eine komplexe Transaktionsstrukturierung mittels verschiedener Zwischen(erwerbs-)gesellschaften entstehen können, wird aus Vereinfachungsgründen nicht eingegangen.

## II. Insolvenzantragspflicht

Die Insolvenzantragspflicht (§ 15a Abs. 1 InsO) bei Eintritt zwingender Insolvenzantragsgründe<sup>3</sup> hinsichtlich der Portfoliogesellschaft sowie die daraus resultierenden, vielfältigen Risiken einer persönlichen zivilrechtlichen Haftung gegenüber der Gesellschaft und den Gläubigern sowie der Strafbarkeit im Fall ihrer Verletzung<sup>4</sup> trifft bekanntlich im Grundsatz die organschaftlichen Vertreter, nicht hingegen die Gesellschafter. Nur im praktisch kaum relevanten Fall der Führungslosigkeit, in den maßgeblichen Gesellschaftsgesetzen definiert als das

Fehlen eines Vorstands bzw. Geschäftsführers (§ 35 Abs. 1 S. 2 GmbHG, § 78 Abs. 1 S. 2 AktG), ist bei einer GmbH auch jeder Gesellschafter und bei einer AG jedes Aufsichtsratsmitglied zur Stellung des Insolvenzantrags verpflichtet, es sei denn, die betreffende Person hat von der Zahlungsunfähigkeit und der Überschuldung oder der Führungslosigkeit keine Kenntnis (§ 15a Abs. 3 InsO). Handelt es sich bei den GmbH-Gesellschaftern um juristische Personen, trifft diese Insolvenzantragspflicht diejenigen natürlichen Personen, die das Handeln dieser Gesellschaften steuern.<sup>5</sup> Unter diesen – wohl nur selten erfüllten – Voraussetzungen kann die Insolvenzantragspflicht und können die damit verbundenen Haftungsrisiken, unabhängig von der Höhe der Beteiligung, auch einen Investor treffen.

Zu unterscheiden von dieser (eher fernliegenden) Haftung des Investors als (mittelbarer) Gesellschafter, ist die persönliche Haftung der das Investment des Investors betreuenden Personen, typischerweise Angestellte oder Berater einer separaten Management-Gesellschaft. Diesen Personen droht eine persönliche Haftung im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft primär dann, wenn diese (ausnahmsweise) eine Position als Geschäftsführer oder als Aufsichtsrats-/Beiratsmitglied<sup>6</sup> bei der Portfoliogesellschaft übernommen haben.

Im Kontext der Insolvenzantragspflicht bezüglich der Portfoliogesellschaft kann sich für seitens des Investors eingesetzten Personals aber auch ein Haftungsrisiko daraus ergeben, dass auch faktische Vertretungsorgane (erfasst insbesondere natürliche Personen, die ohne wirksam zu Organmitgliedern bestellt und im Handelsregister eingetragen zu sein, die Funktionen von Geschäftsführern oder Vorstandsmitgliedern tatsächlich ausüben) insolvenzantragspflichtig sind. Eine solche Insolvenzantragspflicht bzw. Haftung als faktisches Vertretungsorgan der Portfoliogesellschaft setzt u. a. voraus, dass die entsprechende Per-

<sup>1</sup> Mit dem Begriff „Investor“ sind in diesem Beitrag Gesellschaften (etwa von Private Equity oder Venture Capital Funds, Family Offices oder sonstige Dritte), die als Gesellschafter mittelbar oder unmittelbar an der Ziel-/Portfoliogesellschaft beteiligt sind, gemeint.

<sup>2</sup> Nach § 199 S. 1 i. V. m. S. 2 InsO kommt eine Überschussherausgabe an die am Schuldner beteiligten Personen nur in Betracht, wenn bei der Schlussverteilung die Forderungen aller Insolvenzgläubiger in voller Höhe berichtigt werden. Die Anteilseigner kommen erst zum Zuge, wenn sämtliche Insolvenzgläubiger (§ 38 InsO) und sämtliche nachrangigen Insolvenzgläubiger (§ 39 Abs. 1 Nr. 1 – 5 InsO) bedient wurden.

<sup>3</sup> Tritt bei der Portfoliogesellschaft Zahlungsunfähigkeit gem. § 17 InsO oder Überschuldung gem. § 19 InsO ein, ist gem. § 15a Abs. 1 InsO „ohne schuldhaftes Zögern“ und spätestens drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit bzw. sechs Wochen nach Eintritt der Überschuldung ein Insolvenzantrag zu stellen.

<sup>4</sup> Zu den Folgen einer Verletzung der Insolvenzantragspflicht statt vieler *Hirte*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 15a, Rn. 19 ff. (zivilrechtliche Haftung) u. Rn. 64 ff. (strafrechtliche Haftung).

<sup>5</sup> In analoger Anwendung des § 15a Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 InsO, vgl. etwa *Klöhn*, in: MünchKomm InsO, 4. Aufl. 2019, § 15a, Rn. 85.

<sup>6</sup> Aufsichtsrats-/Beiratsmitglieder der GmbH können wegen fehlerhafter Information, Beratung oder Überwachung eines die Insolvenzantragspflicht verletzenden Geschäftsführers haften; etwa *Kleindiek*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbH-Gesetz, 2023, § 15a InsO, Rn. 94 f. Zur Haftung von AG-Aufsichtsratsmitgliedern bei Verletzung von Überwachungspflichten bzgl. Verstößen gegen das Zahlungsverbot des § 15b InsO etwa *KG*, 29.4.2021 – 2 U 108/18, NZG 2021, 1358 (zu § 92 Abs. 2 S. 1 AktG a.F.). Umstritten ist, ob Mitglieder eines fakultativen GmbH-Aufsichtsrats bei Verstößen gegen § 15b InsO haften können, vgl. *K. Schmidt/Herchen*, in: K. Schmidt, InsO, 20. Aufl. 2023, § 15b, Rn. 18; *Klöhn*, in: MünchKomm StaRUG, 2023, InsO § 15b, Rn. 8.

son nach dem Gesamterscheinungsbild des Auftretens die Geschicke der Portfoliogesellschaft – über die interne Einwirkung auf die satzungsmäßige Geschäftsführung hinaus – maßgeblich durch eigenes Handeln im Außenverhältnis, das die Tätigkeit des rechtlichen Geschäftsführungsorgans nachhaltig prägt, in die Hand genommen hat.<sup>7</sup> Hat die bisherige Geschäftsführung der Portfoliogesellschaft erfolglos agiert, kann das das Investment des Investors betreuende Personal bei dem Versuch der Erzielung eines Turnaround geneigt sein, das Steuer selbst in die Hand zu nehmen. Werden dabei durch dieses Personal die durch die Voraussetzungen einer faktischen Geschäftsführung gezogenen Grenzen überschritten, droht ihnen die Qualifikation als faktisches Leitungsorgan mit der Folge, dass sie der Insolvenzantragspflicht der Geschäftsführung und korrespondierenden Haftungsgefahren im Fall der Verletzung dieser Insolvenzantragspflicht unterworfen sind.<sup>8</sup> Insoweit kommt u. a. in Betracht, dass sie als faktisches Leitungsorgan – wie bestellte Organe – eine zivilrechtliche Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 15a InsO gegenüber den Gesellschaftsgläubigern für die aus der Insolvenzverschleppung resultierenden Schäden oder aus § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit anderen Schutzgesetzen (etwa Betrug gem. § 263 StGB) und/oder strafrechtliche Sanktionen gemäß § 15a Abs. 4–6 InsO trifft. Zudem können sie etwa auch einer Erstattungspflicht bezüglich nach dem Eintritt der materiellen Insolvenz der Portfoliogesellschaft unter Verstoß gegen das Zahlungsverbot des § 15b Abs. 1 InsO stattgefundenen Zahlungen ausgesetzt sein.

### III. Beschränkung der Einwirkungs- und Kontrollmöglichkeiten im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft

Sofern der Investor zuvor (z. B. infolge der Einsetzung der Geschäftsführer, der Ausübung von Weisungsrechten oder in Form von Zustimmungrechten bei besonders wichtigen Maßnahmen) maßgeblichen Einfluss auf die Auswahl und Umsetzung von Restrukturierungsmaßnahmen der Geschäftsführung der Portfoliogesellschaft nehmen konnte, limitiert der Übergang der Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis über das Vermögen der Portfoliogesellschaft auf den Insolvenzverwalter bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens diese Einwirkungsmöglichkeiten des Investors erheblich.<sup>9</sup> Forderungen des Investors gegen die Portfoliogesellschaft (insbesondere aus Gesellschafterdarlehen) erhöhen dessen Einwirkungs- und Kontrollmöglichkeiten im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft regelmäßig nicht, weil diese Forderungen meist im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft subordiniert sind (§ 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO, dazu unten Ziffer VII.) und keine Stimm-berechtigung in der Gläubigerversammlung vermitteln.<sup>10</sup>

### IV. Haftung des Investors für Verbindlichkeiten der Portfoliogesellschaft

#### 1. Im Grundsatz sichergestellter Haftungsschutz

Handelt es sich bei der insolventen Portfoliogesellschaft (wie regelmäßig der Fall) um eine Kapitalgesellschaft, so ist das Risiko des Investors bzw. seiner verbundenen Unternehmen i. S. v. § 15 AktG einer Haftung als Gesellschafter für Verbindlichkeiten der Portfoliogesellschaft weitgehend minimiert, jedoch in Ausnahmefällen nicht gänzlich ausgeschlossen.

Mit der üblichen Verwendung der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft für die Portfoliogesellschaft beabsichtigen Investoren regelmä-

ßig primär den Schutz vor persönlicher Haftung für Verbindlichkeiten der Gesellschaft, der hierdurch im Grundsatz auch sichergestellt ist. Dies folgt daraus, dass die Voraussetzungen, für die die Rechtsprechung das Trennungsprinzip (§ 13 Abs. 2 GmbHG und § 1 Abs. 1 S. 2 AktG) relativiert und Haftungskonzepte entwickelt hat, bei denen Gesellschafter unter Verdrängung des Trennungsprinzips ausnahmsweise für Gesellschaftsschulden persönlich haften (Vermögensvermischung,<sup>11</sup> Haftung gemäß § 826 BGB infolge existenzvernichtenden Eingriffs<sup>12</sup>), nur in atypischen Fällen erfüllt werden.

Auf der Grundlage des Haftungskonzepts des existenzvernichtenden Eingriffs gemäß § 826 BGB können Investoren als Gesellschafter für vorsätzliche, sittenwidrige Schädigungen des Gesellschaftsvermögens haften, wobei dies auch mittelbare Gesellschafter, die einen beherrschenden Einfluss auf die geschädigte Gesellschaft ausüben können (z. B. auf Grund einer qualifizierten Anteilsmehrheit),<sup>13</sup> einschließt. Hinsichtlich darauf gestützter Schadensersatzansprüche resultieren indes aus den engen Haftungsvoraussetzungen und den Beweisschwierigkeiten Hürden für einen Insolvenzverwalter der Portfoliogesellschaft bei der prozessualen Durchsetzung. Der objektive Haftungstatbestand setzt einen sittenwidrigen, kompensationslosen, betriebsfremden Zwecken dienenden Eingriff der Gesellschafter in das auch als Haftungsfonds für Gläubiger dienende Gesellschaftsvermögen voraus, welcher kausal zur Insolvenz der Gesellschaft führt oder diese vertieft; subjektiv muss zumindest ein bedingt vorsätzliches Handeln des Gesellschafters gegeben sein.<sup>14</sup>

Für einen Investor kommt unter Berücksichtigung der Rechtsprechung als existenzvernichtender Eingriff hinsichtlich der Portfoliogesellschaft etwa in Betracht, dass (1) sämtliche Aktiva aber allenfalls ein kleiner Teil der Verbindlichkeiten auf eine andere Gesellschaft übertragen werden<sup>15</sup> (was etwa bei dem Versuch einer übertragenden Sanierung Relevanz erlangen kann), (2) der Kundenstamm/Betrieb ohne marktgerechte Gegenleistung übernommen wird<sup>16</sup> oder sonst (3) Gesellschaftsvermögen unter dem Verkehrswert oder gegen Übernahme von Darlehensverbindlichkeiten, die im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft nach § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO subordiniert sind, veräußert wird.<sup>17</sup> Dagegen kann beispielsweise das bloße Zulassen von Zahlungen auf Forderungen gegen die Portfoliogesellschaft aus Gesellschafterdarlehen, die nach den Kapitalerhaltungsvorschrif-

<sup>7</sup> Zur st. Rspr. zum faktischen Leitungsorgan etwa BGH, 21.3.1988 – II ZR 194/87, BB 1988, 1064; BGH, 25.2.2002 – II ZR 196/00, BB 2002, 1012; BGH, 27.6.2005 – II ZR 113/03, BB 2005, 1867; BGH, 11.7.2005 – II ZR 235/03, BB 2005, 1869; ergänzend erforderlich ist u. a. ein Handeln mit Wissen und Wollen der Gesellschaft bzw. im Einverständnis der Gesellschafter.

<sup>8</sup> In diese Richtung bzgl. Fondsmanagern etwa auch *Aleth/Derksen*, in: Eilers u. a., *Private Equity*, 4. Aufl. 2022, VII. 7, Rn. 50.

<sup>9</sup> Ähnlich bzgl. *Private Equity Investments Aleth/Derksen*, in: Eilers u. a., *Private Equity*, 4. Aufl. 2022, VII. 7, Rn. 51.

<sup>10</sup> Nach § 77 Abs. 1 S. 2 InsO sind nachrangige Gläubiger in der Gläubigerversammlung nicht stimmberechtigt.

<sup>11</sup> BGH, 14.11.2005 – II ZR 178/03, BB 2006, 961; BGH, 13.4.1994 – II ZR 16/93, BB 1994, 1095.

<sup>12</sup> BGH, 16.7.2007 – II ZR 3/04, BB 2007, 1970; BGH, 28.4.2008 – II ZR 264/06, BB 2008, 1697. Infolge eines existenzvernichtenden Eingriffs können nicht nur unmittelbar an der geschädigten Gesellschaft beteiligte Gesellschafter haften, sondern auch mittelbare Gesellschafter, sofern diese einen beherrschenden Einfluss auf die geschädigte Gesellschaft ausüben können (etwa auf Grund einer qualifizierten Anteilsmehrheit); BGH, 13.12.2004 – II ZR 206/02, BB 2005, 232.

<sup>13</sup> BGH, 13.12.2004 – II ZR 206/02, BB 2005, 232.

<sup>14</sup> Näher zu den Tatbestandsvoraussetzungen statt vieler *Liebscher*, in: MünchKomm GmbHG, 4. Aufl. 2022, Anh. § 13, Rn. 550 ff.; *Bitter*, in: Scholz, GmbHG, 13. Aufl. 2022, § 13, Rn. 161 ff.; *Altmeppen*, GmbHG, 12023, § 13, Rn. 82 ff.

<sup>15</sup> BGH, 24.6.2002 – II ZR 300/00, BB 2002, 1823.

<sup>16</sup> BGH, 13.12.2004 – II ZR 206/02, BB 2005, 232.

<sup>17</sup> BGH, 23.4.2012 – II ZR 252/10, BB 2012, 1628 m. BB-Komm. *Kleindiek*, NZG 2012, 667; BGH, 21.2.2013 – IX ZR 52/10, NZG 2013, 827; vgl. zu Einzelfällen aus der Rechtsprechung *Bitter*, in: Scholz, GmbHG, 13. Aufl. 2022, § 13, Rn. 166.

ten (§§ 30 f. GmbHG, § 57 AktG, dazu auch unten Ziffer V.) nicht hätten bedient werden dürfen, keinen Anspruch wegen eines existenzvernichtenden Eingriffs gegen den Investor begründen.<sup>18</sup>

## 2. Vertragliche Haftungsübernahme/ vertraglicher Konzernverbund

Selbstverständlich kann unabhängig von den vorgenannten Haftungstatbeständen/-risiken eine Haftung des Investors als (mittelbarer oder unmittelbarer) Gesellschafter der Portfoliogesellschaft aus einer vertraglichen Haftungsübernahme bezüglich der Verbindlichkeiten der Portfoliogesellschaft (etwa durch Schuldbeitritt, Bürgschaft, Garantie oder Patronatserklärung) resultieren.

Auch aus einem vertraglichen Konzernverbund kann sich eine (mittelbare) Haftung von Investoren als Gesellschafter der Portfoliogesellschaft ergeben. In der Praxis ist der Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags zwischen dem Investor als herrschende Gesellschaft und der Portfoliogesellschaft als beherrschte Gesellschaft ein häufig gewähltes Instrument, um eine steuerliche Organschaft, die ertragsteuerlich eine Einheit zwischen dem Investor und der Portfoliogesellschaft schafft und damit eine Verrechnung von Gewinnen der Portfoliogesellschaft mit Finanzierungskosten des Investors aus der Akquisitionsfinanzierung ermöglicht, herzustellen. Zudem minimiert der Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags mit der Portfoliogesellschaft die Beschränkungen aus Kapitalerhaltungsregeln (§§ 30 f. GmbHG, §§ 57, 71a AktG) für die Bestellung von upstream<sup>19</sup> – und cross-stream<sup>20</sup> – Sicherheiten durch die Portfoliogesellschaft im Zusammenhang mit einer Akquisitionsfinanzierung (dazu auch unten Ziffer V.).

Infolge eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags kann unter den Voraussetzungen des § 302 Abs. 1 AktG ein Anspruch der Portfoliogesellschaft gegen den Investor auf Verlustausgleich entstehen, der in der Insolvenz der Portfoliogesellschaft zur Insolvenzmasse gehört und vom Insolvenzverwalter geltend zu machen ist.<sup>21</sup> Der Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag führt allerdings regelmäßig dazu, dass der Insolvenzantragsgrund der Überschuldung bei der Portfoliogesellschaft nicht isoliert vorliegen kann, weil eine rechnerische Überschuldung (§ 19 Abs. 2 S. 1 Hs. 1 InsO) der Tochtergesellschaft im Hinblick auf den Verlustausgleichsanspruch solange nicht eintreten kann, wie der Ausgleichsanspruch gegen das herrschende Unternehmen vollwertig ist.<sup>22</sup> In Betracht kommt jedoch die Zahlungsunfähigkeit der Portfoliogesellschaft als Insolvenzantragsgrund,<sup>23</sup> sofern nicht einer Auffassung gefolgt wird, der entsprechend dem § 302 AktG auch eine Pflicht der herrschenden Gesellschaft zur Insolvenzvermeidung bezüglich der abhängigen Gesellschaft zu entnehmen ist.<sup>24</sup>

## V. Haftungsrisiken bei Verstößen gegen Kapitalerhaltungsvorschriften

Ein erhebliches Haftungsrisiko besteht für Investoren bzw. mit diesen verbundenen Unternehmen – nicht nur, aber insbesondere – im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft in Bezug auf Leistungen, die sie unter Verstoß gegen Kapitalerhaltungsvorschriften aus dem Vermögen der Portfoliogesellschaft erhalten haben. So droht ihnen bei einer Portfoliogesellschaft in der Rechtsform einer GmbH bei Erhalt einer gegen § 30 Abs. 1 S. 1 GmbHG verstoßenden Leistung ein verschuldensunabhängiger Erstattungsanspruch der Portfoliogesellschaft aus

§ 31 Abs. 1 GmbHG, bzw. bei einer AG entsprechend bei Erhalt einer gegen § 57 Abs. 1 S. 1 AktG verstoßenden Leistung ein Erstattungsanspruch aus § 62 Abs. 1 S. 1 AktG.<sup>25</sup>

Haftungsrisiken für Investoren resultieren in diesem Kontext u. a. daraus, dass sich Erstattungsansprüche aus § 31 Abs. 1 GmbHG bzw. §§ 57 Abs. 1 S. 1, 62 Abs. 1 S. 1 AktG bekanntlich nicht nur gegen denjenigen richten, an den als unmittelbarer Gesellschafter bzw. Aktionär die unzulässige Leistung erbracht wurde, sondern in diversen – hier nicht vertieften – Konstellationen dem unmittelbaren Gesellschafter bzw. Aktionär haftungsrechtlich gleichgestellte Dritte ebenfalls erstattungspflichtig sind.<sup>26</sup> Erfasst sind etwa mittelbare Gesellschafter/Aktionäre, andere Kapitalgesellschaften, deren Allein- oder Mehrheitsgesellschafter ein Gesellschafter/Aktionär oder ihm gleichgestellter Dritter ist (jedoch nicht Einzelrechtsnachfolger<sup>27</sup>). Dies schränkt den Spielraum eines Investors für Umgestaltungsgestaltungen, bei denen Leistungen aus dem Vermögen der Portfoliogesellschaft an weitere mit dem Investor verbundene Unternehmen (etwa Schwestergesellschaften der Portfoliogesellschaft) erbracht werden, erheblich ein.

Für Investoren bzw. mit diesen verbundenen Unternehmen als (mittelbare) Gesellschafter der Portfoliogesellschaft werden die Beschränkungen aus §§ 30 f. GmbHG, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG und den damit verbundenen Haftungsrisiken nicht nur, aber typischerweise, im Rahmen einer Akquisitionsfinanzierung (insbesondere bei Leveraged-Buyout-Transaktionen, LBO) relevant. Das Konzept des LBO sieht vor, dass die Akquisitionsfinanzierung und die in diesem Zusammenhang zu entrichtenden Zinsen im Ergebnis aus dem Cashflow der Portfoliogesellschaft zurückgeführt bzw. bedient werden. Hinsichtlich des Fremdfinanzierungsanteils verlangen Kreditgeber häufig Sicherheiten aus dem Vermögen der Portfoliogesellschaft, weil die Erwerbsgesellschaft erst für den Erwerb der Portfoliogesellschaft gegründet wurde und regelmäßig kein ausreichendes oder nur geringes Eigenvermögen hat.

Gewährt die Portfoliogesellschaft dem Investor ein upstream-Darlehen, wodurch bei der Portfoliogesellschaft eine Unterbilanz entsteht oder vertieft wird, begründet dies – sofern kein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag zwischen der Portfoliogesellschaft und dem Investor besteht – einen Verstoß gegen § 30 Abs. 1 S. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG, wenn der Darlehensrückzahlungsanspruch der Portfoliogesellschaft zum Zeitpunkt der Auszahlung des Darlehens aus ex-ante Sicht nicht vollwertig im Sinne der Privilegierung des § 30 Abs. 1 S. 2 2. Alt. GmbHG bzw. des § 57 Abs. 1 S. 3 2. Alt. AktG ist.<sup>28</sup> Bestellt die Portfoliogesellschaft upstream-Sicherheiten zur Besi-

18 Vgl. BGH, 15.9.2014 – II ZR 442/13, GmbHR 2015, 644 bzgl. der vor Inkrafttreten des MoMiG geltenden Eigenkapitalersatzregeln.

19 D. h. Sicherheiten, die eine Gesellschaft Gläubigern ihrer direkten oder indirekten Gesellschafter gewährt, um Forderungen gegen diese Gesellschafter zu sichern.

20 D. h. Sicherheiten, die Gläubigern einer Schwestergesellschaft gewährt werden, in der Regel auf Weisung der gemeinsamen Muttergesellschaft.

21 *Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- u. GmbH-Konzernrecht, 10. Aufl. 2022, AktG § 302, Rn. 43; zum Umfang der Verlustausgleichspflicht etwa *Hirte*, in: *Uhlenbruck*, InsO, 15. Aufl. 2019, § 11, Rn. 400 ff.

22 Vgl. *Hirte*, in: *Uhlenbruck*, InsO, 15. Aufl. 2019, § 11, Rn. 399.

23 *Hirte*, in: *Uhlenbruck*, InsO, 15. Aufl. 2019, § 11, Rn. 399.

24 So etwa *Altmeppen*, in: *MünchKomm AktG*, 6. Aufl. 2023, § 302, Rn. 38.

25 Zu dieser neueren Sichtweise entgegen der früheren h. M. etwa *Drinhausen*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 57 AktG, Rn. 51 ff.

26 Statt vieler *Ekkenga*, in: *MünchKomm GmbHG*, 4. Aufl. 2022, § 30, Rn. 154 ff. (zur GmbH); *Bayer*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl. 2019, AktG § 57, Rn. 110 ff.; *Cahn/v. Spannenberg*, in: *BeckOGK AktG*, Stand: 1.4.2023, § 57, Rn. 70 ff. (zur AG).

27 Bei Einzelrechtsnachfolge geht die Erstattungsverpflichtung nicht auf den Anteilserwerber über; vgl. *Schmolke*, in: *BeckOGK GmbHG*, 57. Ed. 1.8.2023, § 31, Rn. 17 bzgl. § 31 GmbHG; *Grigoleit/Rachlitz*, in: *Grigoleit*, AktG, 2. Aufl. 2020, § 62, Rn. 3 bzgl. § 62 AktG.

28 Zum Kriterium der „Vollwertigkeit“ i. S. d. § 30 Abs. 1 S. 2 2. Alt. GmbHG statt vieler *Ekkenga*, in: *MünchKomm GmbHG*, 4. Aufl. 2022, § 30, Rn. 246 ff.; *Habersack*, in: *Habersack/Casper/Löbbecke*, GmbHG Großkommentar, 3. Aufl. 2020, § 30, Rn. 104 ff.

cherung von Verbindlichkeiten des Investors gegenüber den Fremdkapitalgebern aus der Akquisitionsfinanzierung, wodurch bei der Portfoliogesellschaft eine Unterbilanz entsteht oder vertieft wird, liegt hierin kein Verstoß gegen § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1 S. 1 AktG, wenn der Freistellungsanspruch der Portfoliogesellschaft gegenüber dem kreditnehmenden Investor vollwertig ist.<sup>29</sup> Letzteres ist nach der Rechtsprechung des BGH der Fall, wenn im Zeitpunkt der Sicherheitenbestellung der Ausfall des Darlehensrückzahlungsanspruchs des Sicherungsnehmers aus ex-ante-Perspektive unwahrscheinlich ist.<sup>30</sup> Hinsichtlich der Frage, ob bei upstream-Darlehen der Darlehensrückzahlungsanspruch bzw. bei der Bestellung von upstream-Sicherheiten der Freistellungsanspruch jeweils vollwertig i.S.d. § 30 Abs. 1 S. 2 Alt. GmbHG, § 57 Abs. 1 S. 3 2. Alt. AktG ist, wird verschiedentlich angeführt, dass die amtliche Begründung des MoMiG hinsichtlich dieser Normen als Beispiel, in dem die Durchsetzbarkeit der Forderung „absehbar in Frage gestellt“ ist, Forderungen gegen eine „mit geringen Mitteln ausgestattete Erwerbsgesellschaft“ nenne.<sup>31</sup> Darauf gestützt wird im Schrifttum teilweise bezweifelt, ob in der für LBO-Transaktionen typischen Konstellation, in der das Akquisitionsvehikel als einziges wesentliches Aktivum die Anteile an der Zielgesellschaft hält, von der Vollwertigkeit des Darlehensrückzahlungsanspruchs oder des Freistellungsanspruchs ausgegangen werden kann.<sup>32</sup> Diese Zweifel lassen sich jedoch nicht verallgemeinern, sondern es kommt – wie sonst auch – darauf an, wie sich das Reinvermögen des Darlehensschuldners (der Erwerbsgesellschaft) im konkreten Einzelfall darstellt, also vor allem darauf, in welchem Umfang die Erwerbsgesellschaft bzw. der Investor den Kaufpreis für die Anteile an der Portfoliogesellschaft nicht nur mit Fremdkapital, sondern auch mit Eigenkapital finanziert hat.<sup>33</sup>

Dass die Beschränkungen aus §§ 30f. GmbHG, § 57 AktG sowie bei einer Portfoliogesellschaft in der Rechtsform der AG zudem aus § 71a AktG (bezüglich finanzieller Unterstützung des Erwerbs von Aktien) bei Bestehen eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags zwischen der Portfoliogesellschaft und dem Investor nicht gelten, ist einer der typischen Gründe für den Abschluss eines solchen Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags nach dem Closing. Bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Portfoliogesellschaft geht die Berechtigung zur Einziehung eines Erstattungsanspruchs der Portfoliogesellschaft aus § 31 Abs. 1 GmbHG bzw. aus § 62 AktG auf den Insolvenzverwalter über.<sup>34</sup> Dies erhöht das Risiko einer solchen Inanspruchnahme aufgrund der gesteigerten Incentivierung eines Insolvenzverwalters zur Maximierung der Insolvenzmasse und in Abhängigkeit dazu der eigenen Vergütung.<sup>35</sup>

## VI. Risiko der Insolvenzverschleppungshaftung infolge von Gesellschafterfinanzierungen

Sofern Investoren als (mittelbare) Gesellschafter zur Rettung ihres Investments der in der Krise befindlichen Portfoliogesellschaft Fremd- oder Eigenkapital gewähren, ist hinsichtlich ihres Haftungsrisikos zu berücksichtigen, dass Gesellschafter, die der Gesellschaft in der Krise eine Finanzierung zur Verfügung stellen, nach § 826 BGB (sittenwidrige vorsätzliche Schädigung) für Schäden von Drittgläubigern haftbar gemacht werden könnten.

Insoweit finden nach einer – umstrittenen – Literaturansicht die von der Rechtsprechung zu Fällen der Bankenfinanzierung entwickelten Grundsätze der Insolvenzverschleppungshaftung für Fremdkapitalge-

ber (lender liability) aus §§ 826, 138 BGB auch auf Gesellschafterfinanzierungen Anwendung.<sup>36</sup> Auf der Grundlage dieser Auffassung und sofern sich die Rechtsprechung dieser anschließen sollte, kommt eine solche Haftung bei Gesellschafterfinanzierungen in Betracht, wenn ein Gesellschafter aus „eigenstüchtigen“ Motiven die rechtzeitige Stellung des Insolvenzantrags hinauszögert, sich durch die Verzögerung der Insolvenz einen individuellen Sondervorteil verschaffen will, dies als sittenwidrig zu qualifizieren ist und sich Dritte daher auf Geschäfte mit der Gesellschaft einlassen, die sie sonst nicht eingegangen wären, und so einen Schaden erleiden.<sup>37</sup>

Sofern dieses Haftungskonzept auch für Gesellschafterfinanzierungen im Grundsatz anerkannt wird, würde tatbestandlich ein in diesem Kontext relevanter Sondervorteil nur dann vorliegen, wenn sich der Gesellschafter nach seiner Vorstellung im Zeitpunkt der Finanzierungsmaßnahme durch eine entsprechend hinausgezögerte Insolvenz besser stellt, als er im Falle des Verzichts auf die betreffende Finanzierungshilfe bei entsprechend früher eintretender Insolvenz stünde.<sup>38</sup> In Betracht kommt beispielsweise, dass ein Investor mit der Krisenfinanzierung einen solchen Sondervorteil verfolgt, indem er die materielle Insolvenz der Portfoliogesellschaft gerade noch so lange hinauszögert, wie nötig ist, um aus bestimmten, besonders relevanten Anfechtungsfristen/-risiken (§§ 129ff. InsO) hinsichtlich vorinsolvenzlicher, gruppeninterner Vermögensverschiebungen heraus zu kommen. Fehlt es an einem Sondervorteil, ist der Umstand des weiteren Finanzierungsengagements Ausdruck eines ernsthaften Vertrauens auf den Sanierungserfolg; ein starkes Indiz, das gegen einen Schädigungsvorsatz gegenüber Dritten im Insolvenzfall streitet und diesen regelmäßig ausschließt.<sup>39</sup>

## VII. Nachrang von Gesellschafterdarlehen im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft

Falls Investoren bzw. mit diesen verbundene Unternehmen als (mittelbare) Gesellschafter der Portfoliogesellschaft Darlehen gewährt haben, realisiert sich für diese im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft regelmäßig das Risiko, dass ihre ausstehenden Forderungen auf Rückgewähr des Gesellschafterdarlehens (oder Forderungen aus Rechts-handlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen) gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft grundsätzlich subordiniert sind<sup>40</sup> und somit regelmäßig

29 Vgl. Scholz, GmbHG, 13. Aufl. 2022, § 30, Rn. 99ff. zur Deckung durch einen vollwertigen Freistellungsanspruch im Allgemeinen.

30 BGH, 21.3.2017 – II ZR 93/16, BB 2017, 1362 für dingliche Sicherheiten; zur Übertragbarkeit auf Personalsicherheiten wie Bürgschaften oder Garantien sowie der BGH-Entscheidung im Allg. etwa Kiefner/Bochum, NZG 2017, 1292ff.

31 Begr. RegE MoMiG, BT-Drs. 16/6140, 41 zu § 30 Abs. 1 GmbHG.

32 Riegger, ZGR 2008, 233, 238f.; v. Braunschweig, FD-MA 2009, 273906; Söhner, ZIP 2011, 2085, 2087.

33 Verse, in: Scholz, GmbHG, 13. Aufl. 2022, § 30, Rn. 87 m. w. N. (zur Vollwertigkeit des Darlehensrückzahlungsanspruchs bei upstream-Darlehen).

34 § 80 Abs. 1 InsO.

35 § 2 InsVV zur Regelvergütung des Insolvenzverwalters.

36 Weiß/Reps, NZI 2021, 210 ff., mit Nachweisen zu Gegenauffassungen (213 f.); Häuser, in: Ellenberger/Bunte, Bankrechts-Hdb., 6. Aufl. 2022, § 65 Sanierungsdarlehen, Rn. 247a; a. A. etwa Haas, in: Noack/Servatius/Haas, GmbH-Gesetz, 23. Aufl. 2022, Anh. nach § 64 Gesellschafterfinanzierung, Rn. 30 mit Verweis auf BGH, 14.12.1959 – II ZR 187/57, NJW 1960, 285; vgl. näher zur Insolvenzverschleppungshaftung für Kreditgeber aus § 826 BGB auch Weiß/Reps, ZIP 2020, 2443 ff.

37 Vgl. Weiß/Reps, NZI 2021, 210 ff. m. w. N.

38 Weiß/Reps, NZI 2021, 210, 215.

39 Weiß/Reps, NZI 2021, 210, 215.

40 Vgl. zu den Grundlagen der Subordination von Forderungen gem. § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO etwa Hirte, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 39, Rn. 32ff.

nicht befriedigt werden.<sup>41</sup> Dieses Risiko erlangt für Investoren insbesondere dann Relevanz, wenn sie zur Rettung ihres Investments mit einer Darlehensausreichung an die Portfoliogesellschaft den Eintritt zwingender Insolvenzantragsgründe bei dieser beseitigen oder vermeiden wollen.

Für Investoren hat die Erstreckung des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO auf diverse Rechtshandlungen Dritter, die der Darlehensgewährung durch einen Gesellschafter wirtschaftlich entsprechen (etwa auch Darlehen von mittelbaren Gesellschaftern bzw. verbundenen Unternehmen),<sup>42</sup> zur Folge, dass durch Umgehungsgestaltungen wie der Darlehensgewährung an die Portfoliogesellschaft über Zwischenholding-Gesellschaften oder Schwestergesellschaften die Subordination der Forderungen auf Rückgewähr im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft grundsätzlich nicht effektiv vermieden werden kann. Eine Subordinationsgefahr für Investoren besteht nicht, sofern zu ihren Gunsten Ausnahmen greifen. Die Vermeidung der Subordination nach Maßgabe des Kleinbeteiligtenprivilegs (§ 39 Abs. 5 InsO) wird in den hier relevanten Konstellationen jedoch regelmäßig nicht in Betracht kommen, weil der Investor mit mehr als 10% am Stamm- bzw. Grundkapital der Portfoliogesellschaft beteiligt ist.<sup>43</sup> Entsprechend erlangt das Sanierungsprivileg (§ 39 Abs. 4 S. 2 InsO)<sup>44</sup> in der Regel keine Relevanz, weil dieses nur für Neugesellschafter gilt, die vor dem Anteilerwerb (hier bezüglich der Portfoliogesellschaft) aus dem Anwendungsbereich des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO herausfielen, d.h. weder Gesellschafter noch gleichgestellte Personen waren oder vor dem Hinzuerwerb dem Kleinbeteiligtenprivileg unterfielen.<sup>45</sup> Dies trifft auf den Investor regelmäßig nicht zu.

Eine weitere Ausnahme zum Grundsatz der Subordination gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO besteht gemäß § 24 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG) i.S.d. des UBGG. Nach dieser Ausnahme greift die Subordinationsfolge des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO nicht ein, wenn die UBG oder ein an ihr beteiligter Gesellschafter einem Unternehmen, an dem die UBG beteiligt ist, ein Darlehen gewährt oder eine andere einer Darlehensgewährung wirtschaftlich entsprechende Rechtshandlung vornimmt. Soweit die Rechtsform der UBG von der Praxis bisher angenommen wurde, ist dies maßgeblich auf die Verlockungen dieser Privilegierung zurückzuführen.<sup>46</sup>

## VIII. Insolvenzanfechtungsrisiken

### 1. Sicherung und Befriedigung von Forderungen aus Gesellschafterdarlehen und gesellschafterbesicherten Drittdarlehen

Mit dem Risiko für Investoren, dass Forderungen aus Gesellschafterdarlehen oder gleichgestellten Finanzierungshilfen im Insolvenzverfahren über das Vermögen der Portfoliogesellschaft subordiniert sind (dazu vorstehend Ziffer VII.), korreliert das Risiko einer Anfechtbarkeit erhaltener Sicherungen und Befriedigungen bezüglich dieser Forderungen unter den Voraussetzungen der §§ 129 Abs. 1, 135 Abs. 1 InsO. Für einen Investor als Gesellschafter der Portfoliogesellschaft besteht ein solches Anfechtungsrisiko hinsichtlich vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens der Portfoliogesellschaft innerhalb der maßgeblichen Anfechtungsfristen<sup>47</sup> erhaltener Sicherungen und Befriedigungen für Forderungen aus Gesellschafterdarlehen und gleichgestellten Forderungen. Bei erfolgreicher Durchsetzung eines Anfechtungsanspruchs aus §§ 129 Abs. 1, 135 Abs. 1 InsO sind erhaltene Sicherun-

gen und Befriedigungen zur Insolvenzmasse der Portfoliogesellschaft zurückzugewähren (§ 143 Abs. 1 InsO).

Sofern ein Investor bzw. ein mit diesem verbundenes Unternehmen als Gesellschafter der Portfoliogesellschaft eine Sicherheit für der Portfoliogesellschaft gewährte Drittdarlehen gestellt hat, können sie unter den Voraussetzungen des § 135 Abs. 2 InsO einem Anfechtungsanspruch ausgesetzt sein.<sup>48</sup> Voraussetzung eines solchen Anfechtungsanspruchs ist, dass die Portfoliogesellschaft einem Kreditgeber für ein Drittdarlehen, für welches der Gesellschafter eine Sicherheit gestellt hat, im letzten Jahr vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Portfoliogesellschaft oder danach Befriedigung gewährt hat, d.h. die Darlehensforderungen vollständig oder teilweise erfüllt hat. In der Praxis ist es bei LBO-Finanzierungen zwar durchaus üblich, zur Besicherung von Verbindlichkeiten der Erwerbgesellschaft aus der Akquisitionsfinanzierung u.a. auch (downstream) die Anteile an der Portfoliogesellschaft zu verpfänden, wobei diese Sicherheit neben die durch die Portfoliogesellschaft zu stellenden Sicherheiten tritt.<sup>49</sup> Weil keine besicherten Darlehensforderungen gegen die Portfoliogesellschaft – sondern gegen die Erwerbgesellschaft – bestehen (sofern kein debt-push-down erfolgt), kommt diesbezüglich indes kein Anfechtungsanspruch aus § 135 Abs. 2 InsO in Betracht.

### 2. Sonstige Anfechtungsrisiken

Im Rahmen einer typischen Akquisitionsstruktur können sich für Investoren im Fall der Insolvenzeröffnung über das Vermögen der erworbenen Portfoliogesellschaft darüber hinaus weitere Risiken einer Anfechtung von Rechtshandlungen durch den Insolvenzverwalter unter den Voraussetzungen der weiteren Insolvenzanfechtungstatbestände der §§ 129 ff. InsO ergeben (wobei als Grundvoraussetzung stets eine Gläubigerbenachteiligung im Sinne des § 129 Abs. 1 InsO vorliegen muss). Dies gilt insbesondere, wenn hinsichtlich der betreffenden Rechtshandlung die tatbestandlichen Voraussetzungen der Vorsatzanfechtung des § 133 InsO erfüllt sind.

41 Forderungen im Rang des § 39 InsO werden in der sich aus der Norm ergebenden Rangfolge befriedigt, und zwar erst dann, wenn die Insolvenzforderungen i.S.v. § 38 InsO befriedigt worden sind. Praktische Folge ist, dass die nachrangigen Gläubiger nur in Ausnahmefällen mit einer Befriedigung rechnen können, wenn nämlich alle Insolvenzgläubiger i.S.v. § 38 InsO zu 100 % befriedigt werden können und danach noch ein Überschuss verbleibt oder wenn ein Insolvenzplan vorgelegt wird, der auch Zahlungen an nachrangige Gläubiger vorsieht; *Hirte*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 39, Rn. 1.

42 BGH, 25.6.2020 – IX ZR 243/18, NZG 2020, 994; BGH, 17.2.2011 – IX ZR 131/10, BB 2011, 851; BGH, 21.2.2013 – IX ZR 32/12, BB 2013, 1103; BGH, 18.7.2013 – IX ZR 219/11, NJW 2013, 3035; BGH, 15.11.2018 – IX ZR 39/18, NZG 2019, 235; eingehend etwa *Hirte*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 39, Rn. 40 ff.

43 Zum Kleinbeteiligtenprivileg (§ 39 Abs. 5 InsO) etwa *Haas*, NZG 2023, 1019 (zugleich Bespr. von BGH, 20.4.2023 – IX ZR 44/22, BB 2023, 1617); *Behme*, in: MünchKomm InsO, 4. Aufl. 2019, § 39, Rn. 65 ff.

44 Zum Sanierungsprivileg (§ 39 Abs. 4 S. 2) etwa *Behme*, in: MünchKomm InsO, 4. Aufl. 2019, § 39, Rn. 88 ff.

45 *Hirte*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 39, Rn. 65; *K.Schmidt/Herchen*, in: K. Schmidt, InsO, 20. Aufl. 2023, § 39, Rn. 45. Streitig ist, ob auch Altgesellschafter oberhalb der Schwelle des Kleinbeteiligungsprivilegs von dem Sanierungsprivileg profitieren können, was von der h.M. abgelehnt wird, vgl. etwa *Behme*, in: MünchKomm InsO, 4. Aufl. 2019, § 39, Rn. 90.

46 *Ekkenga/Bekker*, NZG 2022, 1659, m. w. N.

47 § 135 Abs. 1 Nr. 1 und 2 InsO. Die Befriedigung von Forderungen aus Gesellschafterdarlehen unterliegt einem Anfechtungsrisiko, wenn sie im letzten Jahr vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem Antrag erfolgte; die Gewährung von Sicherheiten für Gesellschafterdarlehen, wenn sie in den letzten zehn Jahren vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist.

48 Zu den Voraussetzungen des § 135 Abs. 2 InsO BGH, 1.12.2011 – IX ZR 11/11, BB 2012, 279 m. BB-Komm. *Undritz*; BGH, 25.6.2020 – IX ZR 243/18, NZG 2020, 994; *Gehrlein*, in: MünchKomm InsO, 4. Aufl. 2019, § 135, Rn. 36 ff.; *Hirte*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 135, Rn. 15 ff.

49 Vgl. *Laudenklos*, in: Hasselbach/Nawroth/Röding, Beck'sches Holding-Handbuch, 3. Aufl. 2020, Teil C – Finanzierung, Rn. 49.

So kommt etwa, insbesondere bei einer LBO-Transaktion in der Phase einer drohenden Insolvenz der Portfoliogesellschaft, unter den Voraussetzungen der Vorsatzanfechtung (§ 133 Abs. 1 InsO) eine Anfechtbarkeit der Besicherung der Verbindlichkeiten des Investors gegenüber den Fremdkapitalgebern aus einer Akquisitionsfinanzierung in Betracht.<sup>50</sup> Einem Anfechtungsrisiko ausgesetzt sein können zudem etwa auch Zahlungen von Beratungs- und Transaktionsgebühren oder Beiratsvergütungen, die die Portfoliogesellschaft vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens geleistet hat.

Anfechtbar unter den Voraussetzungen der §§ 129ff. InsO durch einen Insolvenzverwalter der Portfoliogesellschaft kann insbesondere – eine in der Praxis vielfach versuchte<sup>51</sup> – Übertragung von wesentlichen Vermögensgegenständen (insbesondere des Betriebes oder eines Teils des Betriebes) durch die insolvenzgefährdete Portfoliogesellschaft im Wege eines Assets Deals auf andere verbundene Unternehmen des Investors vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens sein. Dieses Risiko besteht insbesondere, wenn die Portfoliogesellschaft für die Übertragung der Vermögensgegenstände nicht unmittelbar eine gleichwertige Gegenleistung erhalten hat, so dass nicht nur eine Vorsatzanfechtung in Betracht kommt (§ 142 InsO), und die angefochtene Rechtshandlung nicht auf der Grundlage eines erfolversprechenden, schlüssigen Sanierungskonzepts erfolgte, auch wenn der Sanierungsversuch letztlich gescheitert ist.<sup>52</sup>

## IX. Risiko einer Einforderung ausstehender Milestone Payments durch den Insolvenzverwalter

Im Rahmen von Venture Capital (VC) Investments in Start-up-Unternehmen verpflichten sich Investoren (in der Regel in der Beteiligungsvereinbarung) häufig zur Finanzierung der Portfoliogesellschaft durch zusätzliche Zahlungen in Abhängigkeit der Erreichung bestimmter, künftiger Meilensteine („Milestone Payments“). Die vereinbarten Meilensteine können unterschiedlicher Natur sein, wobei in der Praxis insbesondere technologische Meilensteine (Erreichung bestimmter technologischer Ziele wie etwa die Entwicklung eines bestimmten Wirkstoffes innerhalb einer vorgegebenen Zeit) sowie ökonomische Meilensteine (Erreichung bestimmter wirtschaftlicher Zielvorgaben innerhalb einer vorgegebenen Zeit) unterschieden werden.<sup>53</sup> Im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft stellt sich die Frage, ob der Insolvenzverwalter noch ausstehende Beträge aus der Milestone-Finanzierungsverpflichtung (außerhalb einer satzungsmäßigen Nachschussverpflichtung i. S. d. § 26 GmbHG) einfordern kann.<sup>54</sup>

Ob eine Nachschusspflicht hinsichtlich Milestone Payments im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft bestehen kann, hängt von den Vereinbarungen zwischen dem die Milestone-Finanzierungsverpflichtung eingehenden Investor mit der Portfoliogesellschaft bzw. der Gesellschafter untereinander ab. Sieht die Milestone-Finanzierungsverpflichtung explizit vor, dass sich Neu-Gesellschafter/Investoren ausschließlich gegenüber den Altgesellschaftern und nicht gegenüber der Portfoliogesellschaft verpflichten (auch nicht als Vertrag zugunsten Dritter i. S. v. § 328 BGB), steht dies einer noch ausstehenden Milestone-Finanzierungsverpflichtung, die vom Insolvenzverwalter der Portfoliogesellschaft als zur Insolvenzmasse zählendes Vermögen eingefordert werden kann, entgegen.

Darüber hinaus (wenn eine Verpflichtung gegenüber der Portfoliogesellschaft nicht explizit ausgeschlossen ist) ist maßgeblich, inwieweit

sich die vereinbarte Milestone-Finanzierungsverpflichtung von der Vereinbarung einer „echten“ (satzungsmäßigen) Nachschussverpflichtung i. S. d. § 26 GmbHG abgrenzen lässt. Milestone Payments können zwar als echte Nachschüsse ausgestaltet werden, regelmäßig ist dies jedoch nicht der Fall. Milestone Payments werden überwiegend als freiwillige Zuzahlungen<sup>55</sup> oder schuldrechtliche Zahlungspflichten<sup>56</sup> in die Kapitalrücklage der Gesellschaft im Sinne von § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB qualifiziert, wobei die einzelnen Auszahlungsvoraussetzungen (Milestones) in der Regel aufschiebende bzw. auflösende Bedingungen darstellen. Maßgeblich ist indes die Ausgestaltung im Einzelfall (und deren Auslegung). So wurden seitens der Rechtsprechung Regelungen zu Milestone Payments im Einzelfall auch als reine Fälligkeitsregelungen betrachtet, weil sie nicht ausdrücklich als aufschiebende Bedingungen bezeichnet waren.<sup>57</sup> Auch vereinbarte Zweckbindungen für die einzulegenden Mittel wurden von der Rechtsprechung als Indizien für die Frage, ob und inwieweit eine Nachschusspflicht im Insolvenzfall besteht, herangezogen.<sup>58</sup>

Während bei einer aufschiebenden bzw. auflösenden Bedingung der Anspruch der Portfoliogesellschaft aus der Milestone-Finanzierungsverpflichtung (bzw. bestimmter Tranchen) gar nicht erst entsteht bzw. wieder untergeht, lässt eine reine Fälligkeitsregelung den Anspruch zwar entstehen, doch kann dieser bis zum Fälligkeitszeitpunkt nicht durchgesetzt werden. Sind die aufschiebenden bzw. auflösenden Bedingungen so ausgestaltet, dass die Meilensteine im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft nicht mehr erfüllt werden können, insbesondere indem der Eintritt des Insolvenzfalls<sup>59</sup> als auflösende Bedingung vorgesehen ist, wird ein Insolvenzverwalter der Portfoliogesellschaft (anderes als ggf. bei reinen Fälligkeitsregelungen) noch ausstehende Beträge aus der Milestone-Finanzierungsverpflichtung nicht einfordern können. Dies ist in der Gestaltungspraxis bei der Ausgestaltung der Regelungen zu Milestone Payments zu berücksichtigen, ebenso wie die Frage, ob eine solche auflösende Bedingung auf den Eintritt des Insolvenzfalls unter Berücksichtigung der nunmehr differenzierenden Rechtsprechung des BGH<sup>60</sup> zur Unwirksamkeit insolvenzabhängiger Lösungsklauseln unwirksam sein könnte, sofern sie das Erfüllungswahlrecht des Insolvenzverwalters gemäß § 103 InsO vereiteln.

Anders als nach herrschender Meinung<sup>61</sup> bezüglich Gesellschaftsverträgen der Fall, ist ein schuldrechtlicher Beteiligungsvertrag nicht von vornherein dem Anwendungsbereich des § 103 InsO entzogen. § 103 InsO ist jedoch nur anwendbar, wenn der gegenseitige Vertrag im Zeit-

50 Eidenmüller, ZHR 171 (2007), 644, 673 ff.

51 Etwa Aleth/Derksen, in: Eilers u. a., Private Equity, 4. Aufl. 2022, VII, 7, Rn. 85.

52 Zu den Implikationen von Sanierungsversuchen bei § 133 InsO aus der neueren BGH-Rechtsprechung, BGH, 3.3.2022 – IX ZR 78/20, BB 2022, 778 (der BGH hat sich in dieser Entscheidung zu den Anforderungen an ein erfolversprechendes Sanierungskonzept teilweise neu positioniert) und BGH, 23.6.2022 – IX ZR 75/21, BB 2022, 2315; zum Ganzen auch Ganter/Weinland, in: K. Schmidt, InsO, 20. Aufl. 2023, § 133, Rn. 55 ff.

53 Vgl. z. B. Weitnauer, in: Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, Teil E, Rn. 146 f.

54 Ausführlich dazu Weisser, GmbHR 2004, 1370.

55 Etwa Schütz, in: MünchKomm GmbHG, 4. Aufl. 2022, § 26, Rn. 38; Mock, in: Michalski u. a., GmbHG, 4. Aufl. 2023, § 26, Rn. 12; Leuschner, in: Habersack/Casper/Löbke, GmbHG Großkommentar, 3. Aufl. 2019, § 26, Rn. 28; Pentz/Maul, in: Rowedder/Pentz, GmbHG, 7. Aufl. 2022, § 26, Rn. 15.

56 Lauterbach/J. Vetter, in: BeckOGK GmbHG, Stand: 1.6.2023, § 26, Rn. 49.

57 OLG Brandenburg, 9.6.2004 – 7 U 212/03, GmbHR 2004, 1390.

58 Vgl. OLG Brandenburg, 9.6.2004 – 7 U 212/03, GmbHR 2004, 1390; dazu Weisser, GmbHR 2004, 1370, 1372.

59 D. h. etwa der Eintritt von Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit, die Eröffnung eines (vorläufigen) Insolvenzverfahrens oder die Ablehnung der Insolvenzverfahrenseröffnung mangels Masse oder die Stellung eines Insolvenzantrags bzgl. der Portfoliogesellschaft.

60 BGH, 27.10.2022 – IX ZR 213/21, NZG 2023, 474, BB 2023, 403 Ls.; BGH, 15.11.2012 – IX ZR 169/11, NJW 2013, 1159.

61 So etwa Wegener, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 103, Rn. 56 m. w. N.; OLG Köln, 8.1.2004 – 18 U 59/03, SpuRt 2004, 110.

punkt der Verfahrenseröffnung seitens des Insolvenzschuldners – hier der Portfoliogesellschaft – und der anderen Vertragspartei nicht oder nicht vollständig erfüllt ist. Nach Auffassung des BGH ist ein gegenseitiger Vertrag nur dann i. S. v. § 103 InsO beiderseits nicht erfüllt, so dass dem Insolvenzverwalter ein Erfüllungswahlrecht zusteht, wenn es sich bei den im Zeitpunkt der Eröffnung noch ausstehenden Leistungen um im Synallagma stehende Hauptleistungspflichten handelt.<sup>62</sup> Sieht der Beteiligungsvertrag etwa vor, dass ein Investor gegen Übernahme neuer Geschäftsanteile an der Portfoliogesellschaft der Portfoliogesellschaft im Rahmen einer Finanzierungsrunde Eigenkapital zuführt, wozu u. a. die Milestone-Finanzierungsverpflichtung zählt, und wurden die Geschäftsanteile vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens bereits vollständig (und nicht nur teilweise) ausgereicht, spricht dies gegen zum Zeitpunkt der Eröffnung noch ausstehenden Hauptleistungspflichten der Portfoliogesellschaft, die mit der Milestone-Finanzierungsverpflichtung im Synallagma stehen, und somit gegen die Anwendbarkeit des § 103 InsO auf ausstehende Milestone Payments. Dies gilt auch dann, wenn nach Verfahrenseröffnung noch unerfüllte Nebenpflichten der Portfoliogesellschaft im Zusammenhang mit der Milestone-Finanzierungsverpflichtung bestehen, wie etwa Informationspflichten hinsichtlich der Erfüllung der Meilensteine. Eine solche Konstellation spricht mithin gegen ein Risiko der Unwirksamkeit einer insolvenzabhängigen, auflösenden Bedingung der Milestone-Finanzierungsverpflichtung unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des BGH zur Unwirksamkeit insolvenzabhängiger Lösungsklauseln. Maßgeblich ist indes auch diesbezüglich die Bewertung im Einzelfall.

## X. Fazit

Die Insolvenz einer Portfoliogesellschaft ist, trotz der grundsätzlich aufgrund des Haftungsschildes einer Kapitalgesellschaft bestehenden Abschilderung des Gesellschafters, ein Vorgang, der erhebliche Haftungsrisiken und sonstige Nachteile für Investoren als (mittelbare) Gesellschafter haben kann.

Einige der exemplarisch aufgezeigten Risiken für Investoren im Zusammenhang mit der Insolvenz einer Portfoliogesellschaft sind eher

fernliegend und werden sich in der Praxis voraussichtlich allenfalls in seltenen Ausnahmefällen realisieren. Hierzu zählt etwa das Haftungsrisiko für seitens des Investors eingesetzte Fondsmanager infolge der Verletzung der Insolvenzantragspflicht bei Überschreitung der Grenze zur faktischen Geschäftsführung und, sofern dieses Haftungskonzept im Grundsatz anerkannt wird, das Risiko einer Insolvenzverschleppungshaftung infolge von Gesellschafterfinanzierungen.

Praxisrelevante Risiken für Investoren im Insolvenzfall der Portfoliogesellschaft können hingegen beispielweise drohen hinsichtlich:

- Erstattungsverpflichtungen für Leistungen, die sie unter Verstoß gegen Kapitalerhaltungsvorschriften aus dem Vermögen der Portfoliogesellschaft erhalten haben,
- der Subordination von Forderungen aus Gesellschafterdarlehen im Insolvenzverfahren der Portfoliogesellschaft und
- der Anfechtbarkeit etwa hinsichtlich erhaltener Sicherungen und Befriedigungen bezüglich Forderungen aus Gesellschafterdarlehen oder einer Übertragung von wesentlichen Vermögensgegenständen der Portfoliogesellschaft.

**Dr. Peter Memminger**, RA, ist Partner bei King & Spalding LLP am Standort Frankfurt a. M. Als Leiter der M&A/Private Equity Praxis in Deutschland vertritt er Private-Equity-Fonds und Unternehmen aus diversen Branchen bei inländischen und grenzüberschreitenden Transaktionen und bei komplexen Umstrukturierungen, Insolvenzen und damit zusammenhängenden Gerichtsverfahren.



**Dr. Jonas Schwarz**, RA, ist Counsel in der M&A/Private Equity Praxis von King & Spalding LLP am Standort Frankfurt a. M. Sein Tätigkeitsschwerpunkt liegt in der Beratung zu M&A Transaktionen sowie von Unternehmen, Investoren und Finanzgläubigern zu Restrukturierungen (innerhalb oder außerhalb von Insolvenzverfahren), Krisen- und Insolvenzszenarien.



<sup>62</sup> BGH, 16.5.2019 – IX ZR 44/18, BB 2019, 1614.

Dr. Matthias Schudlo, RA, und Dr. Patrick Kemper, LL.M. (Pretoria), RA

# Vorvertragliche Aufklärungspflichten und deren Erfüllung im Rahmen von M&A-Transaktionen

Der folgende Beitrag setzt sich mit den vorvertraglichen Aufklärungspflichten des Verkäufers im Kontext von M&A-Transaktionen auseinander. Die Autoren zeigen auf, unter welchen Umständen den Verkäufer entsprechende Aufklärungspflichten treffen und unter welchen Voraussetzungen er diese durch Bereitstellung von Informationen erfüllt. Frischen Wind zu dieser Materie bringt ein aktuelles Judikat des V. Zivilse-

nats des BGH, das sich insbesondere mit den Voraussetzungen für die Erfüllung von vorvertraglichen Aufklärungspflichten im Kontext einer Due Diligence unter Nutzung eines virtuellen Datenraums auseinandersetzt. Der Senat präzisiert darin die Anforderungen, unter denen Aufklärungspflichten durch Bereitstellung von Dokumenten in einem virtuellen Datenraum erfüllt sind.