

## Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

### Geschäftsführender Herausgeber:

RA Dr. Wolfgang Weitnauer

### Herausgeber:

VRiBGH a.D. Prof. Dr. Wulf Goette

Prof. Dr. Mathias Habersack

RAin Dr. Hildegard Ziemons

### Beiträge

---

- 429** Murad M. Daghles/Philipp Kynast  
Venture Capital meets Distressed M&A:  
Venture Capital Transaktionen in Krisenzeiten

### Rechtsprechung

---

- 436** OLG Stuttgart: Juristische Person kann Mitglied eines fakultativen Beirats einer Personengesellschaft sein (Wolf Beck)
- 438** BGH: Vermutung der Verhaltensbeeinflussung durch Informationsaustausch (Enno Ahlenstiel)
- 439** BGH: Inanspruchnahme des Kommanditisten durch den Insolvenzverwalter (Felix Fuchs)
- 440** BAG: Unwirksame Kündigung aufgrund fehlerhafter Massenentlassungsanzeige (Alexander Eufinger)
- 442** BAG: Gewerkschaftliches Handeln ist kein mitbestimmungspflichtiges Ordnungsverhalten (Michael Fuhlrott)
- 444** ArbG Bonn: Abgestufte Anspruchs- und Erfüllungslast für datenschutzrechtlichen Auskunftsanspruch (Alexander Tribess)
- 445** BFH: Keine Schenkungsteuer bei Veräußerung eines GmbH-Geschäftsanteils zum Nennwert durch den ausscheidenden Gesellschafter an einen Treuhänder (Philipp Lauer)

**22/2020**

12. Jahrgang · Seiten 429 bis 448 · 12. November 2020

**Verlag C.H.BECK** München



N050202022

### Geschäftsführender Herausgeber:

Dr. Wolfgang Weitnauer, Rechtsanwalt in München

### Herausgegeben von:

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

Professor Dr. Mathias Habersack, LMU München

Dr. Hildegard Ziemons, Rechtsanwältin beim BGH, Karlsruhe

## Venture Capital meets Distressed M&A: Venture Capital Transaktionen in Krisenzeiten

*Rechtsanwalt Dr. Murad M. Daghes, White & Case LLP, Düsseldorf; Rechtsanwalt Dr. Philipp Kynast, B. Sc., LL. M., White & Case LLP, Düsseldorf*

Infolge der derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit stehen viele Venture Capital finanzierte Unternehmen vor akuten Finanzierungsproblemen, da Investoren neue Investments zum Teil gänzlich einstellen oder sich reguläre Finanzierungsrunden insbesondere aufgrund von Bewertungsschwierigkeiten verzögern. Dieser Beitrag zeigt Investitionsmöglichkeiten und Anreize für Investoren auf, Beteiligungsunternehmen auch in Krisenzeiten dringend benötigte finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen und Flexibilität bei der laufenden Finanzierung zu schaffen. Ferner werden vor dem Hintergrund des zu erwartenden Anstiegs von Unternehmensinsolvenzen Gestaltungsmöglichkeiten für Venture Capital Investments im Bereich Distressed M&A, d. h. Transaktionen im Vorfeld einer Insolvenz oder nach Eröffnung eines Insolvenzverfahrens aufgezeigt.

### I. Einleitung

Vor dem Hintergrund der durch die COVID-19 Pandemie hervorgerufenen Wirtschaftskrise und der damit einhergehenden Unsicherheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, der im Zuge der Krise offenbarten Anfälligkeit globaler Lieferketten, der Gefahr weiterer Lock-Downs sowie der durch die Krise bedingten massiven Änderungen im Konsumenten- und Nachfrageverhalten stellen sich klassische Unternehmensbewertungen, die in aller Regel einen diskontierten Zukunftswert des Unternehmens ausweisen sollen, momentan als Gleichungen mit mehreren Unbekannten dar. Gleichzeitig sind insbesondere Start-ups und fortgeschrittene Venture Capital finanzierte Unternehmen – die sich in Deutschland mit dem Einsammeln der erforderlichen finanziellen Mittel ohnehin vergleichsweise schwer tun und gerade größere Finanzierungsrunden häufig nur mit Hilfe ausländischer Venture Capital Investoren durchführen können – weiterhin dringend auf die Bereitstellung frischer finanzieller Mittel angewiesen, da sie regelmäßig entsprechend ihrer Geschäftsentwicklung fortlaufend finanziert werden müssen. Können diese finanziellen Mittel nicht oder nicht

rechtzeitig aufgebracht werden, droht den Unternehmen die Insolvenz. Während in gewissen Bereichen – wie insbesondere Life Science, E-Mobility (einschließlich Fahrrad) oder digitale bzw. internetbasierte Geschäftsmodelle – nur geringe Veränderungen oder nachfragebedingt sogar positive Entwicklungen zu verzeichnen sind, lassen sich bei anderen Venture Capital finanzierten Unternehmen infolge der Krise Liquiditätsengpässe beobachten, denen vielfach eine nicht ausreichende Finanzierungsbereitschaft durch Venture Capital Investoren gegenübersteht. Es ist daher zu befürchten, dass die Zahl der Insolvenzen auch bei Venture Capital finanzierten Unternehmen in den kommenden Monaten erheblich steigen wird. Die Bundesregierung hat bereits mit Maßnahmen, wie insbesondere der Corona Matching Fazilität reagiert, mit der private Venture Capital Investments durch Co-Investments der *KfW Capital* über öffentliche Mittel angeregt werden sollen. Weitere Mittel bzw. Maßnahmen sind in Aussicht gestellt worden.

### II. Venture Capital

Wörtlich übersetzt bedeutet Venture Capital „Risiko- bzw. Wagniskapital“. Es handelt es sich um eine Finanzierung, die typischerweise junge Unternehmen – insbesondere Start-ups – von spezialisierten Kapitalgebern regelmäßig gegen Gewährung von Geschäftsanteilen erhalten, solange sie sich aus dem eigenen operativen Geschäft nicht finanzieren können und Banken oder andere Kapitalgeber, insbesondere mangels verfügbarer Sicherheiten, zu einer Vergabe klassischer Kredite nicht bereit sind (*Risse/Kästle/Engelstädter/Gebler/Lorenz*, in: *Risse/Kästle, M&A und Corporate Finance von A-Z*, 3. Aufl. 2018, *Venture Capital*; *Weitnauer*, in: *Weitnauer, Hdb. Venture Capital*, 6. Aufl. 2019, Teil A Rn. 1). In Abgrenzung zu klassischer Kreditfinanzierung zielt die Venture Capital Finanzierung darauf ab, durch mehr als rein finanzielle Unterstützung – insbesondere auch durch aktive Einflussnahme auf die Geschäftsstrategie –

die Entwicklung des Beteiligungsunternehmens zu fördern und so den Wert des Unternehmens zu steigern (*Thelen*, RNotZ 2020, 121, 122; *Kußmaul/Ollinger*, StB 2012, 228, 229). Venture Capital Investoren bieten daher häufig aktive Managementunterstützung, etwa durch Bereitstellung ihrer Kontaktnetzwerke, die Einbindung in Gremien oder fachlichen Rat. Im Gegenzug sichern sie sich zumeist Mitspracherechte bei strategischen Entscheidungen und Kontrolle über die Mittelverwendung, um die geschäftliche Entwicklung beeinflussen zu können (*Weitnauer*, in: *Weitnauer*, a. a. O., Teil A Rn. 4). Venture Capital Investoren erklären sich damit im Ergebnis bereit, ohne Stellung klassischer Sicherheiten eine langfristige Finanzierung des unternehmerischen Vorhabens in der Form haftenden Eigenkapitals zu leisten (*Weitnauer*, a. a. O., Teil A Rn. 1). Motivation der Venture Capital Investoren ist dabei die unternehmerische Rendite aus der Portfoliooptimierung und einem späteren Verkauf der Geschäftsanteile (*Exit*), insbesondere an Private Equity Gesellschaften oder im Wege eines Börsenganges des Beteiligungsunternehmens (*Weitnauer*, a. a. O., Teil A Rn. 44 ff.; *Thelen*, RNotZ 2020, 121, 123). Im Zusammenhang mit Corporate Venture Capital, d. h. Investments insbesondere von industriellen Investoren, können ferner strategische Motive eine Rolle spielen, wie etwa *Know-How*- und Technologietransfer (*Weitnauer*, a. a. O. Teil A Rn. 24 f.).

### 1. Typischer Ablauf einer Venture Capital Beteiligung

Der Einstieg eines Venture Capital Investors in ein Beteiligungsunternehmen kann grundsätzlich auf unterschiedliche Weise erfolgen. Neben dem praktisch äußerst seltenen Fall einer gemeinsamen Gründung, in welcher der Venture Capital Investor bereits bei Erstgründung des Beteiligungsunternehmens Gesellschafter ist und somit von Anfang an Anteile an der Gesellschaft hält, kommt insbesondere eine Beteiligung durch neu geschaffene Geschäftsanteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung in Betracht (*Inhester*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger*, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 14 Rn. 15; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 45). Der daneben ebenfalls denkbare Weg einer Beteiligung des Investors über den Erwerb bestehender Geschäftsanteile gegen Zahlung eines Kaufpreises an den verkaufenden Gesellschafter und Leistung einer Zuzahlung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft wird in der Praxis unter anderem aus steuerlichen Gründen gemieden (*Thelen*, RNotZ 2020, 121, 127 f.; *Inhester*, a. a. O., § 14 Rn. 15; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 54); außerdem würde eine solche Struktur bewirken, dass Investorengelder an die Gründer gezahlt würden und gerade nicht dem Unternehmen zur Verfügung gestellt würden.

Die erste signifikante Beteiligung von Venture Capital Investoren erfolgt in aller Regel in der *Series A* Finanzierungsrunde. In diesem Rahmen wird üblicherweise auch das im Wesentlichen aus dem Beitritts- oder Beteiligungsvertrag samt Gesellschaftervereinbarung (*Investment and Shareholders' Agreement*) sowie der Satzung der Gesellschaft bestehende Vertragswerk erstellt. Dieses dient in folgenden Finanzierungsrunden regelmäßig als Grundlage (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 1 Rn. 3).

Die Fortschreibung des Vertragswerks erfolgt jedoch dynamisch und insbesondere die Ausgestaltung von Sonderrechten der Investoren wird in jeder Finanzierungsrunde fortlaufend angepasst – insbesondere bei einem Einstieg weiterer, allem voran ausländischer Investoren (vgl. *Weitnauer*, in: *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 6. Aufl. 2019, Teil H Rn. 168 ff.).

Wurde über die wesentlichen Bedingungen einer Finanzierungsrunde – ggf. nach Prüfung der rechtlichen und finanziellen Risiken einer Beteiligung im Wege einer von einem Neuinvestor durchgeführten *Due Diligence* – zwischen den beteiligten Parteien Einigkeit erzielt, so werden die Eckpunkte des beabsichtigten Investments üblicherweise in einer Absichtserklärung (*Letter of Intent* oder *Term Sheet*) schriftlich fixiert. Diese Absichtserklärung beinhaltet in der Regel alle aus Sicht der Parteien wesentlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Eckpunkte (*Leopold/Frommann/Kühr*, Private Equity – Venture Capital, Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2. Aufl. 2003, S. 138), sie ist allerdings in der Praxis üblicherweise rechtlich unverbindlich.

In den anschließenden Vertragsverhandlungen wird primär der Beteiligungsvertrag bzw. die Gesellschaftervereinbarung ausgehandelt. Die in der *Due Diligence* erkannten Risiken sind dabei wesentlich für die Verhandlungen des geplanten Investments und stehen in Wechselwirkung mit der Gestaltung der jeweiligen Vertragsklauseln (*Geyrhalter/Zirngibl*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger*, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 10 Rn. 3). Der Beteiligungsvertrag regelt insbesondere wirtschaftliche Details des Investments, wie etwa die Höhe der Beteiligung sowie die Bewertung der Anteile bzw. den Preis; zudem finden sich zum Teil Regelungen zu *Milestones* für den Fall, dass die Finanzierung nicht auf einen Schlag, sondern in Tranchen in Abhängigkeit von der Geschäftsentwicklung erfolgen soll (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 2 Rn. 38 ff.). Darüber hinaus enthält der Vertrag häufig gewisse Gewährleistungen der Gründer sowie generelle Übereinkünfte, wie etwa über Formen der Mitarbeiterbeteiligung. Die Gesellschaftervereinbarung regelt das Verhältnis der Gesellschafter untereinander und beinhaltet z. B. Zustimmungspflichten bzw. Vetorechte, allgemeine Vorgaben der Corporate Governance einschließlich Gremienbesetzung und Quoren, Übertragungsbeschränkungen oder Liquidationspräferenzen für Investoren (*Röhr*, Der Vertrag zwischen Venture Capital Gebern und Start-ups, 2018, S. 34). Darüber hinaus sind regelmäßig auch Verträge mit der Geschäftsführung (insbesondere Geschäftsführeranstellungsverträge) sowie eine Geschäftsordnung für die Geschäftsführung, IP-Verträge, Kooperationsverträge und etwaige Mitarbeiterbeteiligungsprogramme Gegenstand der Verhandlungen.

Umgesetzt werden Finanzierungsrunden in der Praxis regelmäßig im Wege einer Kapitalerhöhung bei der Beteiligungsgesellschaft. Dazu bedarf es grundsätzlich eines Kapitalerhöhungsbeschlusses, der gemäß § 182 I AktG, § 53 II 1 GmbHG eine qualifizierte Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grund- bzw. Stammkapitals der Ge-

sellschaft erfordert, wobei etwaige Stimmrechte der Beteiligungsgesellschaft selbst ruhen (für die GmbH: *Drescher*, in: MüKo GmbHG, 3. Aufl. 2019, § 47 Rn. 79 m. w. N.; für die AG in § 71 b AktG normiert). Alternativ kommt – sofern die Satzung des Beteiligungsunternehmens dies vorsieht – die Ausnutzung genehmigten Kapitals (§ 55 a GmbHG bzw. § 202 AktG) in Betracht, welches die Geschäftsführer ermächtigt, das Grund- bzw. Stammkapital innerhalb eines Zeitraums von höchstens fünf Jahren gegen Ausgabe neuer Geschäftsanteile bis zu einem bestimmten Nennbetrag zu erhöhen. Die Kapitalerhöhung ist zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden und wird mit der Eintragung wirksam.

Das Gesamtvolumen einer Finanzierungsrunde setzt sich regelmäßig aus der auf die zu übernehmenden Geschäftsanteile zu leistenden Einlage zum Nennwert sowie einer anderen Zuzahlung in die freie Kapitalrücklage der Gesellschaft im Sinne des § 272 II Nr. 4 HGB zusammen (*Thelen*, RNotZ 2020, 121, 127 f.; *Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 2 Rn. 36; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 143). Die Zuzahlung stellt regelmäßig den weit überwiegenden Teil des Gesamtinvestments dar und richtet sich nach dem Finanzierungsbedarf sowie der aktuellen Bewertung des Beteiligungsunternehmens (*Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 49, 140). Die Zuzahlung wird dabei regelmäßig als bloße Verpflichtung gegenüber den übrigen Gesellschaftern und nicht gegenüber dem Beteiligungsunternehmen selbst ausgestaltet, damit diese Zuzahlung im Falle einer etwaigen Insolvenz der Gesellschaft nicht von dem Insolvenzverwalter geltend gemacht werden kann (*Thelen*, RNotZ 2020, 121, 127).

## 2. Flexibilität durch „bis zu“ Kapitalerhöhung und Second Closing

Steht die genaue Anzahl neu auszugebender Geschäftsanteile noch nicht fest, kann neben der Schaffung von genehmigtem Kapital zur vereinfachten Durchführung einer weiteren Kapitalerhöhung auch eine „bis zu“ Kapitalerhöhung beschlossen werden (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 2, Rn. 25). Zudem kann bereits in dem Beteiligungsvertrag festgelegt werden, dass die bestehenden Gesellschafter bzw. Investoren sowie ggf. auch weitere in der Finanzierungsrunde noch nicht beteiligte Investoren innerhalb eines bestimmten Zeitraums – regelmäßig entsprechend den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der betreffenden Finanzierungsrunde – weitere Anteile nachzeichnen dürfen. Ein derartiges *Second Closing* bietet sich insbesondere dann an, wenn der konkrete Finanzierungsbedarf des Beteiligungsunternehmens noch nicht abschließend feststeht oder potentielle weitere Investoren vorhanden sind, das Beteiligungsunternehmen jedoch dringenden Finanzbedarf hat und daher die Beteiligung einzelner Investoren bereits vorgezogen werden soll (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 2, Rn. 83 ff.; *Thelen*, RNotZ 2020, 121, 128).

## 3. Co-Investments im Rahmen der Corona Matching Fazilität

Als Reaktion auf die durch die COVID-19 Pandemie hervorgerufenen Finanzierungsschwierigkeiten von

Start-ups und jungen Wachstumsunternehmen hat die Bundesregierung öffentliche Mittel zur Verfügung gestellt, mittels derer unabhängige deutsche oder europäische Venture Capital Fonds mit Deutschlandportfolio Finanzierungsrunden bis zum 31. Dezember 2020 über die *KfW Capital* oder den *Europäischen Investitionsfonds* spiegeln können. Der Einsatz der Mittel gestaltet sich derart, dass Investments von Venture Capital Fonds auf Antrag von dem öffentlichen Dachfondsinvestor zu gleichen Bedingungen (*pari passu*) gespiegelt (sog. *Matching*) und die auf das Co-Investment entfallende Beteiligung an dem Beteiligungsunternehmen durch den Venture Capital Fonds treuhänderisch verwaltet wird. In Betracht kommen nur Investments in Start-ups und junge Wachstumsunternehmen, die insbesondere starken Deutschlandbezug aufweisen und sich nicht bereits vor dem 31. Dezember 2019 in finanziellen Schwierigkeiten befanden. Unterschieden wird zwischen (i) Neuinvestitionen und (ii) Investitionen in Bestandsgesellschaften von Venture Capital Fonds. Für jede dieser beiden Kategorien muss sich der Venture Capital Fonds auf ein *Matching*-Verhältnis festlegen. Das *Matching*-Verhältnis kann jedoch zwischen Neuinvestitionen und Bestandsinvestitionen unterschiedlich ausfallen. Maximal ist eine 70 % Beteiligung öffentlicher Mittel an dem Co-Investment möglich, um nicht gegen EU-Beihilferecht zu verstoßen. Insgesamt dürfen zudem maximal 50 % des Gesamtvolumens einer Finanzierungsrunde von öffentlichen Wagniskapitalgebern stammen (vgl. *Viciano Gofferje/Mumme*, COVuR 2020, 135, 138 f.). Unter Ausnutzung derartiger Co-Investments mit Mitteln aus der Corona Matching Fazilität können antragsberechtigte Venture Capital Investoren folglich das Gesamtvolumen regulärer Finanzierungsrunden in förderungsfähigen Beteiligungsunternehmen erheblich steigern. Weitere öffentliche Mittel im Gesamtvolumen von bis zu zehn Milliarden Euro sind von der Bundesregierung im Rahmen des geplanten Zukunftsfonds bereits in Aussicht gestellt worden, um Venture Capital Investitionen in Deutschland zu fördern (zu öffentlichen Fördermitteln im Übrigen allgemein *Guth*, in: *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 6. Aufl. 2019, Teil D Rn. 242 ff.). Grundsätzlich sind derzeit auch Geschäftsführer und Vorstände von Beteiligungsunternehmen zu einer laufenden Überprüfung verpflichtet, ob und ggf. welche staatlichen Förderprogramme zur Überbrückung finanzieller Engpässe für ihre Unternehmen in Frage kommen (*Daghles/Haßler*, BB 2020, 1032, 1033, 1035). Die letztliche Entscheidung über Sanierungen oder weitere Investitionen sind jedoch auf Ebene der Gesellschafter zu treffen, wobei diese zu derartigen Maßnahmen grundsätzlich nicht verpflichtet sind (*Daghles/Haßler*, a. a. O., 1035). Die durch Co-Investments geschaffenen Anreize für bestehende bzw. neue Venture Capital Investoren setzen insoweit an der richtigen Stelle an und sind mit Blick auf den bei vielen Beteiligungsunternehmen bestehenden Finanzierungsbedarf zu begrüßen.

## 4. Wandeldarlehen

Neben der Bereitstellung von unmittelbar haftendem Eigenkapital durch eine direkte Beteiligung im Rahmen

einer ordentlichen Barkapitalerhöhung hat sich in der Praxis die Unternehmensfinanzierung durch Wandeldarlehen (*Convertible Loans*) etabliert. Diese Finanzierungsform kommt typischerweise in der Frühphase eines Unternehmens im Vorfeld einer Eigenkapitalfinanzierung zum Einsatz (*Seibt*, in: Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions, 3. Aufl. 2018, F V. Beteiligungsvertrag, Rn. 5; *Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 1 Rn. 4; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 3 ff., 145; *Schönhaar*, GWR 2016, 6, 6 ff.; *Puchner/Gloser*, SWK 2019, 372; *Lorenz/Heuzeroth*, RdF 2020, 170). Durch Wandeldarlehen lässt sich jedoch auch die für eine Beteiligung erforderliche Unternehmensbewertung auf folgende Finanzierungsrunden aufschieben (*Viciano Gofferje/Mumme*, COVuR 2020, 135, 139; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 3 ff., 145). Aus diesem Grund ist zurzeit ein vermehrter Einsatz vorgenannter Instrumente auch bei Beteiligungsunternehmen, welche der Start-up Phase bereits entwachsen sind, zu beobachten.

Bei einem Wandeldarlehen handelt es sich um einen Darlehensvertrag, bei dem die Rückzahlungspflicht durch die Gewährung einer entsprechenden Beteiligung an dem Beteiligungsunternehmen abgelöst, mithin das gewährte Darlehen in Geschäftsanteile „umgewandelt“ werden kann. Je nach Vertragsgestaltung kann diese Wandlung auch verpflichtend sein (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 1 Rn. 13 f.). Für den Fall der Wandlung wird anstelle der anderen Zuzahlung in die Kapitalrücklage in der Regel die Abtretung des Darlehensrückzahlungsanspruchs an die Gesellschaft vereinbart, mit der Folge des Erlöschens des Anspruchs im Wege der Konfusion (*Möllmann/Bank*, in: *Bank/Möllmann*, *Venture Capital Agreements in Germany*, 1. Aufl. 2017, Teil 2 Rn. 52). In der Praxis werden Wandeldarlehen im Bereich Venture Capital üblicherweise zwischen 3 % und 5 % verzinst (*Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 1 Rn. 11). Im Falle einer Wandlung entsteht für das Beteiligungsunternehmen am Ende der Darlehenslaufzeit mangels Rückzahlungspflicht keine Liquiditätsbelastung.

Besonders bedeutsam ist aus wirtschaftlicher Sicht die Festlegung des Wandlungspreises bzw. die der späteren Wandlung zugrundeliegende Bewertung der Gesellschaft. Der Wert der Beteiligung im Falle einer Wandlung kann dabei unterschiedlich festgesetzt werden. Ausgangspunkt ist regelmäßig der Unternehmenswert in der nächsten Finanzierungsrunde. Um dem Venture Capital Investor einen Anreiz zur Vergabe des Wandeldarlehens zu bieten, wird in der Praxis häufig ein *Discount* vereinbart. Die relative Beteiligung fällt dadurch im Ergebnis verhältnismäßig größer aus als der Rückzahlungsanspruch. Übliche Abschläge betragen in der Regel bis zu ca. 20 % (*Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 5; *Möllmann/Bank*, a. a. O., Teil 1 Rn. 16; *Schönhaar*, GWR 2016, 6). Da diese Abschläge das Investmentrisiko abbilden, ist zu erwarten, dass Investoren derzeit versuchen werden, möglichst hohe Abschläge zu verhandeln. Um das Risiko einer zu positiven Entwicklung des Beteiligungsunternehmens – und damit einer zu geringen Beteiligungsquote – für den Venture Capital Investor zu minimieren, kann ein *Cap* verein-

bart werden, wodurch die Unternehmensbewertung nach oben gedeckelt und dadurch eine Mindestbeteiligung in einer definierten Höhe garantiert werden soll. In der Praxis werden *Discount* und *Cap* bisweilen auch kombiniert (*Puchner/Gloser*, SWK 2019, 372, 373; *Weitnauer*, a. a. O., Teil F Rn. 5; *Weitnauer*, GWR 2018, 245, 248). Ergänzend wird zum Teil vereinbart, dass der Venture Capital Investor einen Beteiligungserwerb zu einem fest vereinbarten Preis verlangen darf, sofern innerhalb einer bestimmten Frist keine Finanzierungsrunde erfolgt (*Schönhaar*, GWR 2016, 6).

Gesellschafterrechte für Wandeldarlehensgeber sieht das deutsche Kapitalgesellschaftsrecht grundsätzlich nicht vor, so dass die Wandlung in Anteile zum Rückzahlungszeitpunkt durch die Gesellschafter theoretisch vereitelt werden könnte. Sofern nicht genehmigtes Kapital geschaffen ist, wird in der Praxis daher regelmäßig den Gesellschaftern die Verpflichtung auferlegt, zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Darlehensforderung eine Kapitalerhöhung zu beschließen und zusätzlich auf ihr Bezugsrecht zu verzichten und so dem Investor die Übernahme neuer Geschäftsanteile gegen Einbringung seiner Forderung aus dem Wandeldarlehensvertrag zu ermöglichen. Ferner wird der Investor zudem verlangen, gesellschafterähnliche Rechte, insbesondere Mitsprache-, Kontroll- bzw. Vetorechte im Rahmen des Wandeldarlehensvertrages zu erhalten. Der Venture Capital Investor kann dadurch im Verhältnis zu den Gesellschaftern so gestellt werden, als wäre die Wandlung bereits vollzogen. Eine derartige Gestaltung birgt jedoch grundsätzlich das Risiko, dass der Investor auch insolvenzrechtlich bereits vor dem Zeitpunkt der Wandlung als Gesellschafter angesehen wird. Derzeit ist bei der Vergabe von Wandeldarlehen insolvenzrechtlich noch ein weiterer Aspekt zu berücksichtigen: Durch das COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz (*COVInsAG*) wurde die Insolvenzantragspflicht unter gewissen Bedingungen zunächst bis zum 30. September 2020 ausgesetzt (zu damit einhergehenden Organpflichten sowie der Haftung von Geschäftsführern und Vorständen siehe *Daghles/Haßler*, a. a. O.; *Weitnauer*, GWR 2020, 127, 128). Diese Frist wurde für überschuldete – nicht aber für zahlungsunfähige – Unternehmen bis zum 31. Dezember 2020 verlängert. § 2 I Nr. 2 *COVInsAG* sieht vor, dass eine bis zum 30. September 2023 erfolgende Rückzahlung von Krediten, die während des Aussetzungszeitraums gewährt wurden, nicht als gläubigerbenachteiligend im Sinne des Insolvenzrechts anzusehen ist. Daher unterliegt eine solche Rückgewähr nicht der Insolvenzanfechtung gem. §§ 129 ff. *InsO* (*Gehrlein*, DB 2020, 713, 722). Dies gilt ausdrücklich auch für Gesellschafterdarlehen. Im Falle einer Insolvenz werden die privilegierten Gesellschafterdarlehen zudem nicht nachrangig behandelt (*Prostedter/Dachner*, in: *BeckOK InsO*, 20. Edition, Stand 15.7.2020, § 39 Rn. 106 a). Eine Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen durch Start-ups mag in der Praxis zwar nur in seltenen Fällen in Betracht kommen (vgl. *Weitnauer*, GWR 2020, 127, 129). Im Einzelfall kann dies jedoch durchaus weiteren Anreiz zur Vergabe eines Wandeldarlehens bieten.

### III. Distressed M&A

Der Begriff *Distressed M&A* umfasst Transaktionen, bei denen der Verkauf eines Unternehmens, dessen Vermögensgegenstände oder dessen Anteile vor dem Hintergrund einer Krisensituation durchgeführt wird. Eine solche Krise kann sowohl im Vorfeld einer Insolvenz als auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorliegen (vgl. *Fröhlich/Bächstädt*, in: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz*, 4. Aufl. 2014, § 22 Rn. 4).

Transaktionen nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfolgen bisweilen nahezu ausschließlich als *Asset Deal* im Rahmen einer übertragenden Sanierung (*Janssen*, in: *MüKo InsO*, 4. Aufl. 2019, § 157 Rn. 17; *Heckschen*, in: *Reul/Heckschen/Wienberg InsR*, 2. Aufl. 2018, § 4. Gesellschaftsrecht Rn. 1355). Grundsätzlich kommt jedoch insbesondere in Gestalt einer Umstrukturierung der Gesellschafterstruktur durch einen Insolvenzplan auch ein *Share Deal* in Betracht (*Zipperer*, in: *Uhlenbruck InsO*, 15. Aufl. 2019, § 157 Rn. 7f.; *Böttcher*, notar 2011, 183, 192; *Moorshäusser/Falkner*, NZG 2010, 881, 883).

#### 1. Asset Deal

Im Wege eines *Asset Deals* werden einzelne Unternehmensteile, zumeist als funktionsfähige Einheit, an einen neuen Rechtsträger veräußert. Der Begriff „übertragende Sanierung“ ist insoweit missverständlich, als dass nicht der insolvente Vermögensträger saniert wird, sondern das Sachvermögen und die immateriellen Güter des Unternehmens durch eine Übertragung auf einen anderen Rechtsträger als eine Einheit erhalten bleiben (*Janssen*, in: *MüKo InsO*, 4. Aufl. 2019, § 157 Rn. 17; *Zipperer*, in: *Uhlenbruck InsO*, 15. Aufl. 2019, § 157 Rn. 7f.). So kann die in Schwierigkeiten geratene Gesellschaft abgewickelt und das Unternehmen unter neuer Trägerschaft saniert werden.

Der Vorteil einer Transaktion im Wege eines *Asset Deals* liegt aus Käufersicht insbesondere darin, dass ein geringeres Haftungsrisiko für Verbindlichkeiten des Zielunternehmens besteht. Eine Veräußerung im Wege eines *Asset Deals* durch den Insolvenzverwalter bedarf gem. § 160 II Nr. 1 InsO regelmäßig der Zustimmung des Gläubigerausschusses bzw. der Gläubigerversammlung. Wesentliche Vertragsbeziehungen können jedoch nur mit Zustimmung des Vertragspartners auf den Käufer übertragen werden (*Bitter/Laspeyres*, ZIP 2010, 1157, 1157 f.).

Im Rahmen eines *Asset Deals* werden keine Unternehmensanteile, sondern einzelne oder alle Wirtschaftsgüter von Unternehmen gekauft. Für das Geschäftsmodell klassischer Venture Capital Investoren ist dies grundsätzlich selten von Interesse. In Betracht kommt jedoch eine vollständige Übernahme und Fortführung des entschuldeten Unternehmens. Dazu ist zunächst eine *NewCo* zu gründen, die sodann den gesamten Geschäftsbetrieb des insolventen Beteiligungsunternehmens im Wege eines *Asset Deals* übernimmt. Der Venture Capital Investor wird in einem solchen Fall unmittelbar Gesellschafter des übernehmenden Beteiligungsunternehmens.

#### 2. Insolvenzplanverfahren

Das Insolvenzplanverfahren gem. §§ 217 ff. InsO ist – vor allem in Verbindung mit dem Instrument der Eigenverwaltung, bei der die Geschäftsführung gem. §§ 270 ff. InsO grundsätzlich Verfügungsbefugte bleibt – ein Reorganisationsverfahren nach US-amerikanischem Vorbild, welches nicht auf die Liquidation, sondern auf einen Neustart der Gesellschaft abzielt (*Lürken/Egger/Hiemer*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity*, 2. Aufl. 2020, § 29 Rn. 144).

Das Insolvenzplanverfahren ist kein selbständiges Verfahren, sondern Bestandteil eines normalen Insolvenzverfahrens, sodass für die Durchführung das Insolvenzverfahren eröffnet sein muss (*Kern*, in: *MüKoInsO*, 4. Aufl. 2020, InsO, § 284 Rn. 26 ff.). Vorzug des Insolvenzplanverfahrens ist, dass die Folgen einer Insolvenz abweichend zu den Regelungen zum Regelinsolvenzverfahren aktiv durch den Insolvenzplan gesteuert werden können. Die Umsetzung des Insolvenzplans ist gem. § 230 II InsO zuvorderst an die Zustimmung der Gläubiger gebunden (*Ober*, in: *Nerlich/Römermann InsO*, 41. EL Juni 2018, § 230 Rn. 7). Aufgrund seines umfassenden Regelungsspielraums eignet sich ein Insolvenzplan insbesondere für die Umsetzung von gesellschaftsrechtlichen Restrukturierungsmaßnahmen (vgl. *Hirte*, in: *Uhlenbruck InsO*, 15. Aufl. 2019, § 11 Rn. 166; *Lüer/Streit*, in: *Uhlenbruck InsO*, 15. Aufl. 2019, § 264 Rn. 12; *Ludwig*, in: *Braun InsO*, 8. Aufl. 2020, § 1 Rn. 8).

Gemäß § 225 a III InsO kann im gestaltenden Teil eines Insolvenzplans jede Regelung getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist. Es handelt sich dabei um eine Generalnorm, durch die eine umfassende gesellschaftsrechtliche Umgestaltung ermöglicht wird (*Eidenmüller*, in: *MüKo InsO*, 4. Aufl. 2020, § 225 a Rn. 74). Zulässig ist insbesondere der in § 225 a II InsO genannte *Debt-Equity-Swap* samt den Maßnahmen, die typischerweise dessen Umsetzung dienen. Dabei handelt es sich vereinfacht gesprochen um die Umwandlung von Forderungen bzw. Zahlungsansprüchen in Geschäftsanteile. Zudem ist die Möglichkeit der Übertragung von Geschäftsanteilen auf einen neuen Gesellschafter sowie die Fassung jedweder gesellschaftsrechtlich zulässigen Beschlüsse eröffnet, also insbesondere betreffend die Fortsetzung der Gesellschaft, die Zulassung neuer Gesellschafter sowie Kapitalherabsetzungen bzw. Kapitalerhöhungen (*Eidenmüller*, in: *MüKo InsO*, 4. Aufl. 2020, § 221 Rn. 108 f.).

In einem Insolvenzplan können grundsätzlich sämtliche Regelungen getroffen werden, die für reguläre Venture Capital-Finanzierungen erforderlich sind. Dabei ergibt sich der Vorteil, dass alle im Plan festgelegten Wirkungen mit Bestätigung des Insolvenzplans in Rechtskraft erwachsen und die notwendigen Willenserklärungen gemäß § 254 I InsO, sowie gesellschaftsrechtliche Erklärungen oder Beschlüsse gemäß § 254 a II InsO als in der jeweils vorgeschriebenen Form abgegeben gelten (*Huber/Madaus*, in: *MüKo InsO*, 4. Aufl. 2020, § 254 Rn. 1). Die übliche Dokumentation kann somit durch den Insolvenzplan vollständig ersetzt werden. Voraus-

setzung für den Eintritt dieser Rechtsfolgen ist jedoch die Wirksamkeit des Plans. § 248 I InsO statuiert, dass der von den Gläubigern durch einen Beschluss legitimierte Insolvenzplan der Bestätigung durch das Insolvenzgericht bedarf. Durch den Insolvenzplan kann insbesondere geregelt werden, dass bestehende Gesellschafter und/oder neue Investoren im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Anteile zeichnen und das Beteiligungsunternehmen im Gegenzug mit frischen Finanzmitteln ausstatten. Auch Gesellschafterdarlehen bzw. Wandeldarlehen können in diesem Zusammenhang gewährt werden. Darüber hinaus ist es insbesondere zur Beseitigung einer durch Verluste bei dem Beteiligungsunternehmen entstandenen Unterbilanz möglich, zunächst einen Kapitalschnitt, d. h. eine Sanierungszwecken dienende vorgeschaltete Kapitalherabsetzung durchzuführen und anschließend neue finanzielle Mittel im Wege einer Kapitalerhöhung einzubringen. Durch einen Kapitalschnitt werden die Beteiligungsrechte der Altgesellschafter des Beteiligungsunternehmens entsprechend den wahren Wertverhältnissen reduziert. Dies kann auch zu einem Ausscheiden der Altgesellschafter und einer vollständigen Übernahme des Beteiligungsunternehmens durch den Investor infolge der unmittelbar anschließenden Kapitalerhöhung führen. Vereinbart werden kann in diesem Zusammenhang auch eine erneute Beteiligung bestimmter Altgesellschafter, insbesondere der für den Unternehmenserfolg bedeutenden Gründer.

#### IV. Zusammenfassung und Ausblick

Venture Capital Investoren und Beteiligungsunternehmen sehen sich derzeit aufgrund der bestehenden Unsicherheit über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Schwierigkeiten bei der Bewertung der zu finanzierenden Unternehmen ausgesetzt. Zugleich sind viele Start-ups und fortgeschrittene Venture Capital finanzierte Unternehmen zur Vermeidung einer drohenden Insolvenz dringend auf die Bereitstellung frischer finanzieller Mittel angewiesen. Um finanzielle Engpässe zu überbrücken und Bewertungsschwierigkeiten zu vermeiden,

bietet sich neben oder anstelle von regulären Finanzierungsrunden insbesondere eine Finanzierung über Wandeldarlehen an. Daneben werden private Venture Capital Investments derzeit insbesondere durch Co-Investments der *KfW Capital* mit öffentlichen Mitteln aus der Corona Matching Fazilität gefördert.

Venture Capital Investments im Bereich *Distressed M&A* sind bislang eher selten anzutreffen. Im Gegenteil ist häufig zu beobachten, dass Venture Capital Investoren im Vorfeld sich abzeichnender Insolvenzszenerarien aus den Beteiligungsunternehmen aussteigen. Dabei können sich *Distressed M&A* Transaktionen – unabhängig davon, ob sie im Wege eines *Asset Deals* oder im Rahmen eines Insolvenzplans vollzogen werden – als günstige Investitionsmöglichkeiten sowohl für bestehende wie auch für in diesem Rahmen einsteigende Neuinvestoren darstellen. Bei *Distressed M&A* Transaktionen entfallen regelmäßig die Altverbindlichkeiten des Unternehmens, wodurch das angeschlagene Beteiligungsunternehmen im Ergebnis zusätzliche Liquidität erhält und für Investoren an Attraktivität gewinnt. Vor diesem Hintergrund ist bereits jetzt eine vermehrte Nachfrage nach derartigen Transaktionen zu verzeichnen, die mit Blick auf den zu erwartenden Anstieg der Unternehmensinsolvenzen voraussichtlich weiter zunehmen wird. Investoren sollten sich jedoch bewusst sein, dass bei derartigen Investments spezifische praktische Besonderheiten und Unterschiede gegenüber klassischen Finanzierungsrunden zu berücksichtigen sind. Während insbesondere der Insolvenzplan als umfassendes Gestaltungsinstrument auf den ersten Blick sehr flexibel erscheint, ist zu berücksichtigen, dass das Insolvenzverfahren formale Anforderungen stellt und sich vor allem die Abstimmung mit Insolvenzgericht, Sachwalter und Gläubigerversammlung, als Herausforderung erweisen kann. In der Praxis ist daher aufgrund der Vielzahl involvierter Parteien und regelmäßig vorhandenen Interessendivergenz eine frühzeitige Einbindung aller Parteien und präzise Abstimmung des Timings von entscheidender Bedeutung für die erfolgreiche Gestaltung solcher Transaktionen. ■