

Studien zum  
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

186

Moritz Pfaffenberger

# Upstream-Sicherheiten und Merger Buy-out

Eine kapitalerhaltungsrechtliche Untersuchung eines  
Unternehmenskaufs mittels Akquisitionsvehikel



**Nomos**

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 186

Moritz Pfaffenberger

# Upstream-Sicherheiten und Merger Buy-out

Eine kapitalerhaltungsrechtliche Untersuchung eines  
Unternehmenskaufs mittels Akquisitionsvehikel



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Nürnberg/Erlangen, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-7692-4 (Print)

ISBN 978-3-7489-2090-8 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Für meine Familie und Alina*



## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis September 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem hochgeschätzten Doktorvater Herrn Prof. Dr. *Robert Freitag*, Maître en droit (Bordeaux), für die stetige Unterstützung während des Promotionsverfahrens, insbesondere im Hinblick auf Findung und Ausarbeitung des Forschungsthemas. Herrn Prof. Dr. *Klaus Ulrich Schmolke*, LL.M. (NYU), danke ich für die zügige Erstellung des Koreferats.

Hervorheben möchte ich meinen Dank an Herrn *Michael Tyroller*, meinen persönlichen Mentor und Freund. Er hat mir wahre Freude an juristischer Dogmatik und vertieftem wissenschaftlichen Denken vermittelt. Mein Stil und somit diese Arbeit sind durch seine Einflüsse maßgeblich geprägt.

Diese Arbeit widme ich meinen Eltern *Silvia Scherer-Pfaffenberger* und *Andreas Pfaffenberger*, meiner Schwester *Paulina Pfaffenberger* und *Alina Friemel*. Ohne eure stetige Unterstützung wäre diese Arbeit nicht möglich gewesen. Ich danke euch für den Rückhalt, den ihr stets mir gegeben habt.

Nürnberg, im Juni 2020

*Moritz Pfaffenberger*



## Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	19
1. Einführung	23
2. Vereinbarkeit von „Upstream-Sicherheiten“ im LBO mit den Kapitalerhaltungsvorschriften	32
2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer GmbH	35
2.2. Kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung einer Upstream-Sicherheit bei einer GmbH im Rahmen eines Leveraged Buy-outs	147
2.3. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG	187
3. Vereinbarkeit des Merger Buy-outs mit den rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsvorschriften	211
3.1. Rechtliche Rahmenbedingungen einer Verschmelzung	211
3.2. Kapitalerhaltungsschutz beim Merger Buy-out nach § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1	214
4. Der Merger Buy-out in Kombination mit der Stellung von Upstream-Sicherheiten	284
4.1. Sicherheitenbestellung vor Verschmelzung	284
4.2. Verschmelzung vor Sicherheitenbestellung	293
4.3. Zusammenfassung	298
5. Zusammenfassung in Thesen	303
Literaturverzeichnis	321



## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
1. Einführung	23
2. Vereinbarkeit von „Upstream-Sicherheiten“ im LBO mit den Kapitalerhaltungsvorschriften	32
2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer GmbH	35
2.1.1. Auszahlung an den Gesellschafter	35
2.1.1.1. Auszahlung durch Eingehung des Auftragsverhältnisses bzw. der entgeltlichen Geschäftsbesorgung	37
2.1.1.2. Sicherungsvertrag/Bestellungsakt versus drohende Inanspruchnahme/Verwertung	39
2.1.1.2.1. Wirtschaftliches oder bilanzielles Verständnis vom Auszahlungsbegriff	39
2.1.1.2.2. Bloße Vermögensgefährdung vor Verwertung?	43
2.1.1.2.2.1. Der Haftungskredit	43
2.1.1.2.2.2. Wirtschaftliche Identität zum Darlehensgeschäft	45
2.1.1.2.2.3. Zwischenergebnis	51
2.1.1.2.3. Sicherungsvertrag oder Sicherheitenbestellung	51
2.1.1.2.3.1. Dingliche Sicherheit	51
2.1.1.2.3.2. Schuldrechtliche Sicherheit	56
2.1.1.3. Keine Abhängigkeit des Auszahlungscharakters von der Werthaltigkeit des Freistellungsanspruchs	59
2.1.1.4. Keine Abhängigkeit des Auszahlungscharakters von der Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme	60
2.1.1.5. Verwertung kein weiterer Auszahlungsakt	61
2.1.1.5.1. Fehlende eigenständige Vermögensminderung bei der Gesellschaft	61
	11

*Inhaltsverzeichnis*

2.1.1.5.2. Fehlende Auszahlungswirkung beim Gesellschafter	62
2.1.1.5.3. Fehlende Geschäftsführerhandlung	65
2.1.1.5.4. Kein Widerspruch zum BGH-Urteil vom 18.06.2007 – II ZR 86/06	70
2.1.1.5.5. Übertragung auf den Zeitpunkt der Rückstellungsbildung	71
2.1.1.6. Vereinbarkeit des Ergebnisses mit dem Ziel des effektiven Schutzes des Gesellschaftsvermögens	72
2.1.1.7. Kein Wertungswiderspruch bei nachträglicher Verbesserung der Vermögenslage	76
2.1.1.7.1. Verbesserung der Vermögenslage der Gesellschaft	77
2.1.1.7.2. Verbesserung der Vermögenslage des Gesellschafters	79
2.1.1.7.2.1. Gefahr einer ungerechtfertigten Vermögensmehrung	80
2.1.1.7.2.2. Fehlende Rechtfertigung durch Gesellschafts- und Gläubigerinteressen	81
2.1.1.8. Auswirkung einer „Limitation Language“	87
2.1.1.8.1. Limitation Language	87
2.1.1.8.2. Auswirkung auf die kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit	89
2.1.2. Aus dem zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögen	93
2.1.2.1. Berechnung des zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögens	93
2.1.2.2. Verletzung des zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögens	94
2.1.2.2.1. Zeitpunkt der Beurteilung	94
2.1.2.2.2. Mögliche Betrachtungsweisen	95
2.1.2.2.2.1. Strenge bilanzielle Betrachtungsweise	95
2.1.2.2.2.2. Differenzierende bilanzielle Betrachtungsweise	96
2.1.2.2.2.3. Fingierte bilanzielle Betrachtungsweise	97
2.1.2.2.2.4. Zwischenergebnis	98

2.1.2.2.3. Voraussetzung für eine Rückstellungsbildung, § 249 Abs. 1 HGB	99
2.1.2.2.3.1. Rechtsprechung des BFH	99
2.1.2.2.3.2. Gegenstimmen	100
2.1.2.2.3.3. Zwischenergebnis	102
2.1.2.2.4. Das Vollwertigkeitskriterium aus § 30 Abs. 1 S. 2 2. Alt. GmbHG	102
2.1.2.2.4.1. Allgemeine Kriterien der Vollwertigkeit	102
2.1.2.2.4.2. Übertragung auf Sicherungsgeschäfte	106
2.1.2.2.5. Gleichlauf von Rückstellungsbildung und Vollwertigkeitskriterium	113
2.1.2.2.5.1. Rückstellungsbildung nach den Kriterien der Vollwertigkeit	114
2.1.2.2.5.2. Vollwertigkeit nach den Kriterien der Rückstellungsbildung	114
2.1.2.2.5.3. Zwischenergebnis	116
2.1.2.2.6. Übertragung der gefundenen Ergebnisse auf die bestehenden Betrachtungsweisen	117
2.1.2.2.6.1. Folgen einer streng bilanziellen Betrachtungsweise	117
2.1.2.2.6.2. Folgen einer differenzierenden bilanziellen Betrachtungsweise	118
2.1.2.2.6.3. Folgen einer fingierten bilanziellen Betrachtungsweise	119
2.1.2.2.6.4. Zwischenergebnis	120
2.1.2.2.7. Stellungnahme	121
2.1.2.2.7.1. Zur streng bilanziellen Betrachtungsweise	122

*Inhaltsverzeichnis*

2.1.2.2.7.2. Zur differenzierenden bilanziellen Betrachtungsweise	125
2.1.2.2.7.3. Zur fingierten bilanziellen Betrachtungsweise	134
2.1.2.2.7.4. Lösungsansatz	136
2.1.2.3. Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse	145
2.2. Kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung einer Upstream-Sicherheit bei einer GmbH im Rahmen eines Leveraged Buy-outs	147
2.2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit von Upstream-Buy-outs	147
2.2.1.1. Keine Fiktion der Wertlosigkeit	148
2.2.1.2. Vollwertigkeitsprüfung basierend auf dem Wert der Gesellschaftsanteile	150
2.2.1.3. Vollwertigkeitsprüfung basierend auf der Unternehmensplanung	152
2.2.1.4. Folge bei teilweise Verneinen der Vollwertigkeit	157
2.2.2. Rückgriffsmöglichkeit auf den Investor bei Verstoß nach § 31 Abs. 1 GmbHG	162
2.2.2.1. Der Investor als mittelbarer Gesellschafter	163
2.2.2.2. Unmittelbare Leistung an die Erwerbsgesellschaft	165
2.2.3. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung	170
2.2.3.1. Rechtliche Einordnung	171
2.2.3.1.1. Vertrags- und faktischer Konzern nach § 18 Abs. 1 AktG	171
2.2.3.1.2. Konzernrechtlicher Unternehmensbegriff	172
2.2.3.2. Der faktische GmbH-Konzern	175
2.2.3.3. Der GmbH-Vertragskonzern, §§ 291 ff. AktG analog	176
2.2.3.3.1. Entsprechende Anwendbarkeit aktienkonzernrechtlicher Vorschriften	176
2.2.3.3.2. Auswirkungen auf § 30 Abs. 1 GmbHG	177
2.2.3.3.3. Ergebnis	186

2.3. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG	187
2.3.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit eines Sicherungsgeschäfts bei einer AG nach § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG	187
2.3.2. Bewertung der Zulässigkeit von Upstream-Sicherheiten bei einer AG im Rahmen eines Leveraged Buy-outs	191
2.3.2.1. Das Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG	191
2.3.2.1.1. Der Tatbestand der finanziellen Unterstützung	191
2.3.2.1.2. Keine Legitimation bei vollwertigem Gegenleistungs- oder Rückzahlungsanspruch	193
2.3.2.1.3. Rechtsfolge	194
2.3.2.2. Bewertung der Upstream-Sicherheit einer AG im Kontext eines LBO unter Berücksichtigung des Zusammentreffens von § 71a Abs. 1 AktG und § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG	199
2.3.3. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung	200
2.3.3.1. Der faktische AG-Konzern, §§ 311 ff. AktG	201
2.3.3.1.1. Auswirkungen auf die Bewertung nach § 57 AktG	201
2.3.3.1.2. Auswirkungen auf das Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG	204
2.3.3.2. Der Vertragskonzern, §§ 291 ff. AktG	209
3. Vereinbarkeit des Merger Buy-outs mit den rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsvorschriften	211
3.1. Rechtliche Rahmenbedingungen einer Verschmelzung	211
3.2. Kapitalerhaltungsschutz beim Merger Buy-out nach § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1	214
3.2.1. Anwendbarkeit der Kapitalerhaltungsvorschriften neben dem UmwG	217
3.2.1.1. Keine Verdrängung gläubigerschützender Vorschriften außerhalb des UmwG	217

*Inhaltsverzeichnis*

3.2.1.2. Keine Verdrängung des rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsrechts durch die Vorschriften des UmwG	219
3.2.1.3. Keine Verdrängung des rechtsformspezifischen Kapitalerhaltungsrechts im Falle des Upstream-/Downstream-Mergers	221
3.2.1.4. Zwischenergebnis	226
3.2.2. Vereinbarkeit des Downstream-Mergers mit der allgemeinen Kapitalerhaltung nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG	227
3.2.2.1. Meinungsstand	227
3.2.2.1.1. Bejahung des Verstoßes gegen die Kapitalerhaltung	227
3.2.2.1.2. Gegenstimmen	230
3.2.2.2. Stellungnahme	232
3.2.2.2.1. Auszahlung	233
3.2.2.2.1.1. Minderung des Gesellschaftsvermögens	234
3.2.2.2.1.2. Vermögensvorteil für den Gesellschafter	235
3.2.2.2.1.3. Vergleich mit einer Liquidation	241
3.2.2.2.1.4. Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse	246
3.2.2.2.1.5. Übertragung auf die Konstellation eines Merger Buy-outs	247
3.2.2.2.2. Verstoß gegen die Kapitalerhaltung	249
3.2.2.2.2.1. Verstoß einer GmbH, § 30 Abs. 1 GmbH	249
3.2.2.2.2.2. Verstoß einer Aktiengesellschaft, § 57 AktG	264
3.2.2.2.2.3. Erstattungsansprüche bei Verstoß, § 31 Abs. 1 GmbHG, § 62 Abs. 1 AktG	264
3.2.2.3. Ergebnis	266

3.2.3. Vereinbarkeit des Upstream-Mergers mit der allgemeinen Kapitalerhaltung nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG	267
3.2.3.1. Meinungsstand	267
3.2.3.2. Stellungnahme	268
3.2.3.3. Sonderfall: Tochtergesellschaft mit negativem Vermögen	276
3.2.4. Vereinbarkeit eines Merger Buy-outs mit dem Verbot der <i>financial assistance</i> , § 71a Abs. 1 AktG	277
3.2.4.1. Meinungsstand	277
3.2.4.2. Stellungnahme	279
3.2.5. Auswirkungen konzernrechtlicher Vorschriften auf die kapitalerhaltungsrechtliche Bewertung des Merger Buy-outs	282
3.2.5.1. Der Vertragskonzern	282
3.2.5.2. Der faktische Konzern	283
4. Der Merger Buy-out in Kombination mit der Stellung von Upstream-Sicherheiten	284
4.1. Sicherheitenbestellung vor Verschmelzung	284
4.1.1. Die Upstream-Sicherheit vor Verschmelzung im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG	284
4.1.2. Verschmelzung nach Upstream-Sicherheit im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG	288
4.2. Verschmelzung vor Sicherheitenbestellung	293
4.2.1. Die Verschmelzung vor Upstream-Sicherheit im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG	293
4.2.2. Das Sicherungsgeschäft nach Verschmelzung im Lichte von § 30 Abs. 1 GmbHG, §§ 57 Abs. 1, Abs. 3, 71a Abs. 1 AktG	293
4.2.2.1. Kapitalerhaltungsrechtliche Zulässigkeit des Sicherungsgeschäfts nach § 30 Abs. 1 GmbHG, § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG	294
4.2.2.2. Vereinbarkeit des Sicherungsgeschäfts mit § 71a Abs. 1 AktG	294
4.2.2.2.1. Bewertung im Falle eines Upstream-Mergers	295

*Inhaltsverzeichnis*

4.2.2.2. Bewertung im Falle eines Downstream-Mergers	296
4.2.2.3. Zwischenergebnis	298
4.3. Zusammenfassung	298
4.3.1. Zielgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH	298
4.3.2. Zielgesellschaft in der Rechtsform einer AG	299
4.3.3. Gestaltungsmöglichkeit zur Haftungsvermeidung	300
5. Zusammenfassung in Thesen	303
Literaturverzeichnis	321

## Abkürzungsverzeichnis

a. A.	<i>andere Ansicht</i>
a. F.	<i>alte Fassung</i>
Abs.	<i>Absatz</i>
AG	<i>Aktiengesellschaft</i>
AktG	<i>Aktiengesetz</i>
Alt.	<i>Alternative</i>
AnfG	<i>Anfechtungsgesetz</i>
Anhg.	<i>Anhang</i>
Art.	<i>Artikel</i>
Aufl.	<i>Auflage</i>
BAG	<i>Bundesarbeitsgericht</i>
BB	<i>Betriebs-Berater</i>
BeckRS	<i>Beck-Rechtsprechung</i>
BFH	<i>Bundesfinanzhof</i>
BGB	<i>Bürgerliches Gesetzbuch</i>
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>
BilMoG	<i>Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz</i>
bspw.	<i>beispielsweise</i>
BT-Drs.	<i>Bundestagsdrucksache</i>
bzw.	<i>beziehungsweise</i>
DB	<i>Der Betrieb</i>
ders.	<i>derselbe</i>
dies.	<i>dieselben</i>
DStR	<i>Deutsches Steuerrecht</i>
DStZ	<i>Deutsche Steuer-Zeitung</i>
DZWIR	<i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht</i>
ebd.	<i>ebenda</i>
EG	<i>Europäische Gemeinschaft</i>
Einl.	<i>Einleitung</i>
EStG	<i>Einkommensteuergesetz</i>
EU	<i>Europäische Union</i>

*Abkürzungsverzeichnis*

EWG	<i>Europäische Wirtschaftsgemeinschaft</i>
f.	<i>folgende</i>
ff.	<i>fortfolgende</i>
Fn.	<i>Fußnote</i>
FS	<i>Festschrift</i>
gem.	<i>gemäß</i>
GmbH	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
GmbHG	<i>Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
GmbHR	<i>GmbH-Rundschau</i>
GWR	<i>Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht</i>
h. L.	<i>herrschende Lehre</i>
h. M.	<i>herrschende Meinung</i>
HGB	<i>Handelsgesetzbuch</i>
Hs.	<i>Halbsatz</i>
i.E.	<i>im Ergebnis</i>
i. S. d.	<i>im Sinne des</i>
i. S. e.	<i>im Sinne einer</i>
i. V. m.	<i>in Verbindung mit</i>
IDW	<i>Institut der Wirtschaftsprüfer</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
InsO	<i>Insolvenzordnung</i>
JZ	<i>Juristen Zeitung</i>
KG	<i>Kommanditgesellschaft</i>
Komm	<i>Kommentar</i>
KTS	<i>Zeitschrift für Insolvenzrecht</i>
LBO	<i>Leveraged Buy-out</i>
LG	<i>Landgericht</i>
m. w. N.	<i>mit weiteren Nachweisen</i>
MoMiG	<i>Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen</i>
Mrd.	<i>Milliarden</i>
NJW	<i>Neue Juristische Wochenschrift</i>
Nr.	<i>Nummer</i>
NZ	<i>Österreichische Notariats-Zeitung</i>
NZG	<i>Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht</i>
NZI	<i>Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht</i>

öAktG	<i>österreichisches Aktiengesetz</i>
OLG	<i>Oberlandesgericht</i>
RegE	<i>Gesetzesentwurf der Bundesregierung</i>
Rn.	<i>Randnummer</i>
Rspr.	<i>Rechtsprechung</i>
S.	<i>Seite</i>
s. o.	<i>siehe oben</i>
sog.	<i>sogenannte</i>
SPD	<i>Sozialdemokratische Partei Deutschlands</i>
StuB	<i>Unternehmenssteuern und Bilanzen</i>
UmwG	<i>Umwandlungsgesetz</i>
Urt.	<i>Urteil</i>
v.	<i>vom</i>
Var.	<i>Variante</i>
vgl.	<i>vergleiche</i>
WM	<i>Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht</i>
Vor.	<i>Vorbemerkung</i>
WuB	<i>Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht</i>
ZGR	<i>Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht</i>
ZHR	<i>Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht</i>
ZInsO	<i>Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht</i>
ZIP	<i>Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>

