

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 119

**Private Equity (LBO)
vor und nach Inkrafttreten
des KAGB**

Von

Niklas Ulrich



Duncker & Humblot · Berlin

NIKLAS ULRICH

Private Equity (LBO) vor und nach Inkrafttreten
des KAGB

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

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

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 119

Private Equity (LBO) vor und nach Inkrafttreten des KAGB

Von

Niklas Ulrich



Duncker & Humblot · Berlin

Gedruckt mit Unterstützung des Förderungsfonds Wissenschaft
der VG WORT.

Die Juristische Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen
hat diese Arbeit im Jahre 2017 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15379-4 (Print)
ISBN 978-3-428-55379-2 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85379-3 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Oma Lisa

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2016/17 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Die Disputation fand am 11. August 2017 statt. Die Arbeit wurde durchgehend aktualisiert und ist auf dem Stand 31. Dezember 2017 (unter Berücksichtigung der Neunummerierung des WpHG).

Herzlicher Dank gilt an erster Stelle meinem hochgeschätzten Doktorvater Professor Dr. Gerald Spindler, der mir zu Beginn der Tätigkeit an seinem Lehrstuhl den Fingerzeig auf das KAGB gab. Er gewährte mir stets die nötige Freiheit und unterstützte diese Arbeit durch wertvolle Ratschläge. Mein Dank gilt auch Herrn PD Dr. Alexander Thiele für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ danke ich zudem Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., und Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M.

Darüber hinaus haben zahlreiche Menschen die Entstehung dieser Arbeit in verschiedener Hinsicht unterstützt.

Für Diskussionen und Antwort von den verschiedensten Vertretern aus Wissenschaft und Praxis bedanke ich mich recht herzlich.

Mein ehemaliger Kollege vom Lehrstuhl und guter Freund (Dr.) Jens Poll hat es nie an Unterstützung und Aufmunterung fehlen lassen, wenn der Mut mit Blick auf den Umfang und die unentwegte Aktualität des Themas versiegte. Ein umso schönerer Abschluss war der gemeinsame Tag der Disputation in Göttingen.

Meine Freunde und meine Freundin mussten für den Abschluss dieser Arbeit, insbesondere in der Schlussphase, große Entbehrungen auf sich nehmen. Über ihr Verständnis, ihre Geduld und ihre ständige Ermutigung kann ich mich glücklich schätzen.

Meine Familie ermöglichte die Arbeit, indem sie mir bedingungslos Rückhalt gab und mich auch schon während meiner Ausbildung stets dazu anhielt, an mich zu glauben, wenn ich zweifelte. Für das fortwährende Verständnis, die lieben Worte und die gemeinsame Freude am Tag der Disputation bin ich sehr dankbar. Ein besonderer Dank gilt meiner Mutter Heike Ulrich, die unermüdlich meine Schreibfehler aufdeckte.

Diese Arbeit widme ich meiner verstorbenen Großmutter Lisa Benseler (geb. Nause), die den Abschluss dieser Arbeit und den in Göttingen üblichen „Zug

zum Gänseliesel“ im unmittelbaren Anschluss an die bestandene Disputation nur zu gern erlebt hätte. In Gedanken war ich bei Dir.

Frankfurt a.M., im März 2018

Niklas Ulrich

Inhaltsverzeichnis

1. Teil

Einleitung	29
A. Problemstellung	29
B. Gang der Untersuchung	32
C. Untersuchungsgegenstand	33

2. Teil

Geschäftsmodell von Leveraged Buy Out-Fonds	35
A. Begriff des Private Equity-Fonds	35
I. Venture Capital	36
II. Leveraged Buy Out	37
1. Eingriff in den unternehmerischen Verantwortungsbereich	38
2. Investorenkreis und Co-Investments	40
3. Haltedauer und Laufzeit	40
B. Akquisition durch Leveraged Buy Out-Fonds	41
I. Akquisitionsstruktur und Einsatz von Fremdkapital	42
II. Leverage-Effekt und finanzwirtschaftliche Annahmen	44
III. Struktureller Nachrang der Fremdkapitalgeber	45
IV. Maßnahmen als Reaktion auf den strukturellen Nachrang	45
1. Bestellung von Upstream Security	46
2. Debt Push Down	47
a) Steuerrechtlicher Rahmen (Zinsschranke)	48
b) Gestaltungsmaßnahmen	49
V. Betätigung nach Anteilerwerb	51
1. „Buy it, strip it, then flip it“ als Kritik am Geschäftsmodell	51
2. Restriktionen	52
a) Marktbasierter Schutz	52
b) Gesetzliche Gläubigerschutzinstrumente	54

3. Value Creation	59
a) Agenda zur Wertsteigerung	59
b) Managementqualität und Beteiligungsprogramme	60
c) Rechtliche Handlungsvoraussetzungen	61
VI. Exit-Strategien (Desinvestition)	61

3. Teil

Finanzmarktregulierung und Private Equity	63
A. Fondsverwalter als Regulierungsadressaten	65
B. Eindämmung systemischer Risiken	67
C. Investorenschutz	72
D. Leveraged Buyout und Bestandsschutz von Zielgesellschaften	74
I. Leverage-Beschränkung als doppelte Risikobewältigung?	74
II. Das Verbot des Asset Stripping als Brückenfunktion	78
1. Zielrichtung im Rahmen der europäischen Reformbestrebungen	79
2. Regelungszweck im Gefüge der AIFM-RL	81
E. Resümee	84

4. Teil

Leveraged Buy Out-Fonds im Anwendungsbereich des KAGB	86
A. Leveraged Buy Out-Fonds als AIFs	87
I. Operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors?	89
II. Lösungsansätze	94
1. Finanzsektor als Playing Field?	94
2. Regulierungsrechtlich relevante Projektentwicklung	95
a) Bereichsausnahme für Holdinggesellschaften	96
b) Regulierungsrechtlich relevante Beteiligungsförderung durch AIFs	99
c) Geschäftsstrategie als Anlagestrategie mit aktiven Elementen	100
3. Keine Plattform für Umgehungsmöglichkeiten	101
B. Leveraged Buy Out-Fonds als Spezial-AIFs	102
C. Leveraged Buy Out-Fonds als geschlossene AIFs	104
I. Begriff des geschlossenen AIF	107
1. Historie	107

2. Legaldefinition und Rückschlüsse	109
3. Abweichende Definition für Teilbereiche?	111
II. Leveraged Buy Out-Fonds und der Produktzugang	113
1. Idealtypik	113
2. Der Zugang zu Leveraged Buy Out-Fonds nach der Konzeption des KAGB	115
a) LBO im Rahmen eines geschlossenen AIF	116
b) Produktzugang im Rahmen offener AIFs nach KAGB a. F.	117
c) Marktöffnung für offene Spezial-AIFs durch das FinMarktAnpG	118
d) Wertungswiderspruch im Rahmen von § 282 Abs. 3 KAGB	119
3. Exkurs: Private Equity (LBO) im Rahmen von ELTIFs und EuSEFs	121
a) Private Equity (LBO) im Rahmen von ELTIFs	121
aa) Rückgaberechte	123
bb) Hindernisse und Chancen der Produktregulierung	124
b) Private Equity (LBO) im Rahmen von EuSEFs	125
aa) Rückgaberechte	127
bb) Hindernisse der Produktregulierung	127
D. Leveraged Buy Out-Fonds als extern verwaltete Spezial-AIFs	129
E. Resümee	137

5. Teil

Strukturierung von Leveraged Buy Out-Fonds

A. Strukturierung von Leveraged Buy Out-Fonds vor Inkrafttreten des KAGB	140
I. Erscheinungsformen der Fondsstrukturierungen	141
1. Erscheinungsform: Option A	142
2. Erscheinungsform: Option B	144
3. Erscheinungsform: Option C	145
4. Erscheinungsform: Option D	146
II. Beweggründe	147
1. Gesellschaftsrechtliche Erwägungen	147
2. Steuerrechtliche Erwägungen	149
a) Status als Vermögensverwaltung	149
aa) Gewerbliche Abfärbung und Prägung	150
bb) Abgrenzung von Vermögensverwaltung zu gewerblicher Tätigkeit ..	151
b) Besteuerung des Carried Interest nach §§ 3 Nr. 40a, 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG ..	153
aa) Vermögensverwaltende Gesellschaft	155
bb) Beteiligter	156

B. Strukturierung von Leveraged Buy Out-Fonds nach Inkrafttreten des KAGB	159
I. Leveraged Buy Out-Fonds unter dem Rechtsformzwang des KAGB	159
1. Geschlossene AIF-Vehikel	160
2. Rechtsfolgen bei Missachtung des Rechtsformzwangs	161
a) Aufsichtsrechtlich	161
b) Strafrechtlich	162
c) Gesellschaftsrechtlich	163
II. Gesellschaftsrechtliche Erwägungen	165
1. Maßgeblichkeit der Beweggründe vor Inkrafttreten des KAGB	166
2. Konvergenz des KAGB-Gesellschaftsrechts beider geschlossener Fondsvehikel	167
a) Modifikationen am Gesellschaftsrecht	167
aa) Organverfassung und Leitungsgrundsätze	168
(1) Geschäftsführung	168
(a) (Doppel-)Besetzung der Geschäftsführung (auch durch juristische Personen?)	168
(b) Leitungsgrundsätze und Qualifikationsanforderungen	169
(c) Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis	170
(2) Aufsichtsorgan	172
(a) Aufsichtsrat in der InvAG mFK	172
(b) Beirat einer intern verwalteten geschlossenen Publikums-InvKG	174
bb) Satzung/Gesellschaftsvertrag	175
cc) Ladungen zur Haupt-/Gesellschafterversammlung	176
dd) Fehlende reguläre Austrittsmöglichkeit	177
ee) Haftungsverfassung	177
(1) Innenverhältnis	178
(2) Außenverhältnis	178
(a) Haftung vor Eintragung der gInvKG bzw. des Kommanditisten	179
(b) Wiederaufleben der Haftung durch Rückzahlung der Einlage	179
(c) Haftung bei und nach Ausscheiden des Kommanditisten	181
b) Ergänzung des KAGB-Gesellschaftsrechts	183
aa) Unterschreitung der regulatorischen Mindestmittel bei intern verwalteten geschlossenen AIFs	183
bb) Fehlende Auflösungsmöglichkeit einzelner Anleger	183
cc) Kündigung des Verwaltungsrechts und Abwicklung	184
c) Gegenüberstellung mit offenen Fondsvehikeln	186
aa) Mitgliedschaftliche Verwaltungsrechte der Anleger	186
bb) Bildung von Teilgesellschaftsvermögen	187

III. Das Steuerrecht als Strukturierungsmaxime	188
1. Rechtsformwahl	188
a) Leveraged Buy Out und die gInvKG als vermögensverwaltende Gesellschaft	188
b) Die InvAG mFK. als steuerlich intransparentes Fondsvehikel	191
c) Ausblick: Einfluss der Investmentsteuerreform 2018	191
aa) Anwendungsbereich des InvStG 2018	191
bb) Relevanz für das Segment Private Equity	193
2. Gewerbliche Entprägung einer extern verwalteten gInvKG	194
IV. Auswirkungen des Prinzips der Einzelzuständigkeit einer KVG	195
1. Umfang der Portfolioverwaltung	197
2. Änderungsbedarf bei den Erscheinungsformen A und B	201
3. Änderungsbedarf bei den Erscheinungsformen C und D	203
4. Vereinheitlichte Strukturierung im Fall extern verwalteter Spezial-AIFs	204
V. Abschied vom Carry-Vehikel?	206
1. Kompetenzeinschnitte bei extern verwalteten AIFs und der Vergütungscharakter des Carried Interest	206
2. Formell Bezugsberechtigter des Carried Interest	208
a) AIFM-RL und ESMA-Guidelines	209
b) KAGB	212
c) BaFin-Verwaltungspraxis	212
d) Sonderfall: Anwendungsbereich der De-minimis-Regelungen	214
3. Regulierungskonformität eines Carry-Vehikels	215
a) Auslegung in Bezug auf externe AIFMs	215
aa) Vermeidung einer Umgehung der Vergütungsregulierung	215
bb) Implikationen aus der Legaldefinition	217
b) Besonderheiten bei intern verwalteten AIFs	219
c) Schlussfolgerungen	219
4. Der Vergütungscharakter des Carried Interest im Lichte von § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG	220
a) Steuerbegünstigung des CI bei intern verwalteten gInvKGs	220
b) Steuerbegünstigung des CI bei extern verwalteten gInvKGs?	221
aa) Verwaltung des AIF als zulässiger Gesellschafterbeitrag?	222
bb) Entbehrlichkeit der gesellschaftsrechtlichen Veranlassung der Zweckförderung	222
5. Vereinbarung über den Carried Interest bei Einsatz einer Carry-KG	223
6. Alternativszenario: Kompatibilität der KVG als Carry-Vehikel	224
a) Steuerbegünstigung des CI bei internen KVGs	224
b) Steuerbegünstigung des CI bei externen KVGs	224
aa) Regulierungsrechtlich	225
bb) Gesellschaftsrechtlich	226

cc) Steuerrechtlich	227
(1) Externe KVG in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG	227
(2) Externe KVG in der Rechtsform einer AG oder GmbH	228
VI. Regulierungskonformität der Carry-KG im Übrigen	229
1. Carry-Vehikel als AIF?	229
2. Co-Investment-Vehikel als AIF?	232
3. Qualifikation der Carry-KG als semiprofessioneller Anleger und Strukturierungsfragen	232
4. Exkurs: Co-Investment-Vehikel der Investoren als AIF?	234
C. Resümee	234

6. Teil

Regulierung des Leveraged Buyout-Sektors	243
A. Bisheriger Regulierungsrahmen und Reformvorschläge	243
I. Bisheriger Regulierungsrahmen	244
1. Fondsregulierung im Grauen Kapitalmarkt?	244
a) Vom KAGG a.F. zum InvG a.F.	244
b) Regulierung im Kontext der MiFID I und FRUG: KWG und WpHG	246
aa) LBO und die Investition in Finanzinstrumente	247
bb) Finanzkommissionsgeschäft?	250
(1) Rechtsanwendungspraxis der BaFin	250
(2) Anwendung auf LBO-Fonds	251
cc) Erlaubnispflicht aufgrund vermögensverwaltender Tätigkeit?	254
(1) Investmentgeschäft?	254
(2) Finanzportfolioverwaltung?	255
(3) Anlageverwaltung?	256
(4) Eigenhandel und Eigengeschäft?	257
(a) Anwendungsbereich des Eigengeschäfts und des Eigenhandels	257
(b) Anwendung auf LBO-Fonds	258
2. Managerregulierung im Grauen Kapitalmarkt?	259
3. Regulierung des Vertriebs und der Emission	261
a) Prospektpflicht	261
b) Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Wertpapiere i. S. der MiFID I?	262
aa) Regulierungsrechtliche Konsequenzen	262
bb) Keine Vergleichbarkeit mit Aktien	263
c) Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts	265
aa) Einführung des VermAnlG	265

bb) Vermögensanlagen als Finanzinstrumente nach KWG und WpHG . . .	265
cc) Ausnahmebestimmungen	266
dd) Finanzanlagenvermittler und § 34 f GewO	267
II. Reformbedarf aus nationaler Perspektive	268
1. Aufdeckung regulatorischer Missstände	268
2. Konkrete Reformvorschläge	269
III. Resümee	271
B. Neuer Regulierungsrahmen für Verwalter von Leveraged Buyout-Fonds	273
I. Grundlagen des neuen regulatorischen Playing Field	274
1. Ablösung des alten regulatorischen Rechtsrahmens	274
a) Irrelevanz der KWG-Tatbestände bei eigener KAGB-Lizenz	274
b) Unnötige Doppelregulierung des Vertriebs vor Inkrafttreten des KAGB	275
aa) Änderungen am VermAnlG und Rechtslage nach dem KAGB	275
bb) Modifizierung des Begriffs „Finanzinstrument“ im KWG und WpHG	280
cc) Schlussfolgerung	280
2. Neues Normengefüge und Grundlagenfragen	281
a) Räumlicher Geltungsbereich des KAGB	281
b) Reichweite der AIFM-VO	284
c) Eingriffe in die Privatautonomie und Dispositivität im Bereich der Spezial-AIFs	285
d) LBO und der Proportionalitätsgrundsatz	288
e) HoldCos und AcquiCos im Regulierungsgefüge des KAGB	289
aa) HoldCos als AIFs: Einfluss von Co-Investments und Managementbeteiligungen?	290
bb) Zweckgesellschaften und der Look Through-Ansatz	295
f) Rechtsnatur und Implikationen für das Zivilrecht	296
aa) Rechtslage zu §§ 31 ff. WpHG a.F.	296
bb) Transfer auf den Bereich des Investmentrechts?	298
cc) Rechtsnatur von Art. 16 ff. AIFM-VO	304
dd) Administrative und organisatorische Vorgaben	304
3. Resümee	305
II. Assetklassenübergreifende Verwalter- und Produktregulierung	307
1. Rechtsfolgensystem	308
a) Öffentlich-rechtliche Konsequenzen	308
b) Zivilrechtliches Haftungsregime	310
2. Zulassung nach § 20 KAGB und Auslagerung nach § 36 KAGB	316
a) Erlaubnispflichtigkeit bei Erbringung der Anlageverwaltungsfunktionen	316
b) Anforderungen an die Erlaubniserteilung	316
c) Kollektive Vermögensverwaltung und Auslagerung nach § 36 KAGB	319

d) Ausnahmen von der Erlaubnispflicht	322
aa) Berechnung der Schwellenwerte im Bereich Private Equity	324
(1) Zugangs- und Folgebewertung nach HGB	325
(2) Regelungssystematik für KVGs nach § 2 Abs. 4 und Abs. 4a KAGB	327
(3) Regelungssystematik für KVGs nach § 2 Abs. 5 KAGB	328
bb) Kleine Spezial-AIFMs nach § 2 Abs. 4 KAGB	328
cc) Interne Mini-Publikums-AIFMs nach § 2 Abs. 4a KAGB	330
dd) Kleine Publikums-AIFMs nach § 2 Abs. 5 KAGB	330
3. Verhaltenspflichten nach § 26 KAGB	331
a) Leitprinzipien	331
aa) Aufgabenwahrnehmung unabhängig von Verwahrstelle	331
(1) Verwahrstellen im Bereich Private Equity	331
(2) Aufgabenwahrnehmung unabhängig von Verwahrstelle	335
bb) Handeln im ausschließlichen und besten Interesse der Anleger	336
(1) Best Execution Standards?	337
(2) Marktgerechtigkeitskriterium	339
(3) Anreize durch Leistungsentgelte nach Art. 24 AIFM-VO	343
(a) Monitoring Fees	345
(b) Transaction Fees	348
(4) Grenzen der Handlungsmaxime	349
b) Aufgabenwahrnehmung mit der gebotenen Sorgfalt und Sachkenntnis	350
c) Pflicht zur fairen Behandlung aller Anleger	351
d) Abgleich mit bisherigem Branchenstandard in Deutschland	354
4. Umgang mit Interessenkonflikten nach § 27 KAGB	355
a) Überblick	355
aa) Identifikation von Interessenkonflikten	356
(1) Personelle Beziehungen	356
(2) Arten von (potenziellen?) Interessenkonflikten	356
bb) Organisatorische und administrative Vorkehrungen	358
cc) Trennungs- und Unabhängigkeitsprinzip	360
dd) Umgang mit unvermeidbaren Interessenkonflikten	361
b) Anwendung auf Verwalter von LBO-Fonds	362
aa) Bisheriges Interessenkonfliktmanagement	362
bb) Interessenkonfliktmanagement im Kontext von Vertragsverhandlungen	363
cc) Kategorisierung und Konfliktmanagement anhand eines Phasenmodells	364
(1) Fundraising Stage	364
(2) Investment Stage	365
(3) Management Stage	366

(4) Exit Stage	368
5. Geschäftsorganisation nach § 28 KAGB	369
a) Compliance-Funktion	371
aa) Aufgabenbereich	372
bb) Ausgestaltung der Compliance-Funktion	373
(1) Permanent	373
(2) Wirksam	374
(3) Unabhängig	374
b) Interne Revision	376
c) Personelle Ressourcen und Auswirkungen organisatorischer Anforderungen	377
6. Einrichtung eines Risikomanagementsystems nach §§ 28 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2, 29 KAGB	379
a) Überblick über das Risikomanagementsystem	379
aa) Rechtsquellen und Verwaltungspraxis	380
(1) Erlaubnispflichtiger Bereich	380
(2) Registrierungspflichtiger Bereich	380
bb) Bestandteile des Risikomanagementsystems	382
cc) Aufgabenbereich und Ausgestaltung der Risikocontrolling-Funktion	383
b) Relevanz eines Liquiditätsmanagements nach § 30 KAGB?	386
c) Anwendung der Anforderungen an das Risikomanagement auf den Bereich LBO	387
aa) Bisheriges Risikocontrolling durch Private Equity-Gesellschaften	388
(1) Aufgabenbereiche	389
(a) Investment Stage	389
(b) Management Stage	389
(c) Exit Stage	392
(2) Trägerschaft	392
bb) Erforderlichkeit der Einrichtung einer unabhängigen Risikocontrolling-Funktion	393
cc) Due Diligence als Schnittstelle zwischen Portfolio- und Risikomanagement	396
(1) Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence	396
(2) Zuständigkeit für die Durchführung einer Due Diligence	398
(3) Sorgfaltsanforderungen im Segment LBO	400
(a) Rechtslage vor Geltung des KAGB und der AIFM-VO	400
(b) Rechtslage mit Geltung des KAGB und der AIFM-VO	402
(4) Modifiziertes Haftungsregime	403
(a) Rechtslage vor Geltung des KAGB und der AIFM-VO	403
(b) Rechtslage mit Geltung des KAGB und der AIFM-VO	405
dd) Doppelstufigkeit der Risikomanagementsysteme	406

ee) Risikomanagementprozess	408
(1) Erfassung	408
(a) Beteiligungsspezifische Risiken im Bereich LBO	409
(b) Sonstige Risiken i. S. des Art. 40 Abs. 2 AIFM-VO	411
(2) Messung	412
(a) Orientierung am bankenrechtlichen Vorsichtsprinzip	414
(b) Eintrittswahrscheinlichkeit von Risiken	416
(3) Steuerung	417
(4) Überwachung	418
(5) Schlussfolgerung	419
ff) Standardisierter Risikomanagementprozess durch Kontrollmechanismen?	420
7. Vergütungssysteme und Kostenregelungen	420
a) Vorgaben für Vergütungsstrukturen	422
aa) § 37 KAGB	422
bb) Anhang II AIFM-RL und ESMA Leitlinien	423
cc) Empfehlung der Kommission 2009/384/EG	427
b) Vorgaben für Kostenregelungen	427
aa) Verhaltenspflicht und inhaltlicher Kontrollmaßstab	428
bb) Berücksichtigung des Werts des Investmentvermögens	430
cc) Verhältnis zu Art. 17 Abs. 2 AIFM-VO	432
dd) Verwalter von geschlossenen Publikums-AIFs	434
(1) Laufende Vergütungen	435
(2) Transaktionsgebühren	436
(3) Erfolgsabhängige Vergütungen	437
ee) Anwendung auf Verwalter von Spezial-AIFs	439
c) Anwendung auf bisherige LBO-typische Vergütungsstrukturen	440
aa) Management Fee	440
bb) Carried Interest	443
cc) Cash Bonus	448
8. Portfoliobewertungskonzept nach KAGB, AIFM-VO und KARBV	449
a) Hintergrund	449
b) Rechtsquellen	451
aa) Erlaubnispflichtiger Bereich	451
bb) Registrierungspflichtiger Bereich	452
c) Überblick zum Bewertungsprozess	453
aa) Intransparente Terminologie in den Rechtsquellen	453
bb) Bewertungsrichtlinie	455
cc) Auswahl des Wertermittlungsverfahrens	457
dd) Anwendung des Wertermittlungsverfahrens	458

e) Wertmaßstab und ergebnisbezogene Prüfung	459
ff) Konzept des Erstansatzes und der Folgebewertung	461
gg) Pre-akquisitorische Portfoliobewertung?	463
hh) Externe Bewerter	466
9. Leverage-Beschränkung nach §§ 263, 274 Satz 1 i. V.m. 215 KAGB	468
a) Allgemeine Aufnahmegrenzen	469
b) Keine Aufnahmegrenzen im Kontext der Akquisitionsfinanzierung und der Übergangsfinanzierung von Kapitalabrufen	470
c) Marktüblichkeitskriterium im Bereich der Spezial-AIFs?	471
10. Belastungs-Beschränkung nach §§ 263 Abs. 3 f., 275 KAGB	472
11. Gesellschafterdarlehen nach § 285 Abs. 2 und 3 KAGB	474
a) Hintergrund	474
b) Relevanz von Gesellschafterdarlehen im Bereich LBO	477
c) Einschränkungen für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen	478
aa) § 285 Abs. 2 KAGB	479
bb) § 285 Abs. 3 KAGB	481
d) Ausblick: EU-einheitlicher Rechtsrahmen?	486
12. Investitionswege in Private Equity und Risikomischung	487
a) Direkt-Investment durch geschlossene Publikums-AIFs	487
b) Mittelbare Investitionskonzepte	489
aa) Dachfonds	489
bb) Feeder-Fonds	492
13. Resümee	493
III. Sonderbeteiligungsrecht nach §§ 287 bis 292 KAGB	504
1. Anwendungsbereich des Sonderbeteiligungsrechts, §§ 287, 288 KAGB	506
a) Geltungsbereich	506
aa) Begriff des nicht börsennotierten Unternehmens	507
(1) Börsennotierung	507
(2) Rechtsform	511
(3) Erfordernis operativer Tätigkeit?	517
bb) Auslagerung als zulässige Umgehung?	518
cc) Kontrollerwerb durch einzelnen AIF	518
dd) Acting in Concert im KAGB	519
(1) Kontrollerlangung aufgrund zielgebundenem Acting in Concert durch AIFs	520
(2) Zielgebundene Kontrollerlangung aufgrund Acting in Concert durch KVGs	524
ee) Kontrollerlangung	525
(1) Formaler Kontrollbegriff	526

(2) Berücksichtigung von Stimmrechten Dritter	527
(a) Zurechnung bei Akquisitionsvehikeln	528
(b) Zurechnung in Konzernstrukturen	531
(c) Zurechnung von Stimmrechten beauftragter Personen	533
b) Ausnahmen vom und Einschränkungen des Geltungsbereich(s)	534
2. Transparenz-, Offenlegungs- und Berichtspflichten nach §§ 289, 290, 291	
KAGB	536
a) Mitteilungspflichten nach § 289 KAGB	537
aa) Beteiligungstransparenz nach § 289 Abs. 1 KAGB	537
bb) Mitteilungspflichten bei Kontrollerlangung nach § 289 Abs. 2 bis 4	
KAGB	539
(1) Mitteilungsadressaten	539
(2) Mitteilungsinhalt	540
(3) Informationsweitergabe an Arbeitnehmervertreter/Arbeitnehmer	541
cc) Frist nach § 289 Abs. 5 KAGB	543
b) Offenlegungspflichten nach § 290 KAGB	544
aa) § 290 KAGB als Ausnahme bei der konzernweiten Geltung des Sonderbeteiligungrechts?	544
bb) Offenlegungsgegenstand nach § 290 Abs. 2 KAGB	545
cc) Besondere Offenlegungspflichten nach § 290 Abs. 4 und 5 KAGB ...	548
(1) Offenlegung gegenüber dem nicht börsennotierten Unternehmen und ermittelbaren Anteilseignern	548
(2) Offenlegung gegenüber der BaFin und den Anlegern	550
dd) Offenlegungsfrist	553
c) Berichtspflichten nach § 291 KAGB	553
aa) Informationsmedium und Ergänzungspflicht nach § 291 Abs. 1 KAGB	554
bb) Zusätzliche Informationen nach § 291 Abs. 2 KAGB	556
cc) Informationsweitergabe	558
dd) Wertungskontrolle	560
ee) Geltung von § 291 KAGB im Konzern?	561
d) Rechtsfolgen bei Verstoß gegen die Transparenzpflichten	562
3. Verbot des Asset Stripping nach § 292 KAGB	563
a) Alternative Verbotsvorschläge im Zuge der Reformbestrebungen	565
b) Verbotsinhalt	567
aa) Verbotene Maßnahmen	567
(1) Ausschüttungen	567
(a) Eingeschränkt leistungsbezogener Ausschüttungsbegriff	568
(b) Dritte als Adressaten der Ausschüttungen	572
(c) Verbotsschwellen	575
(aa) Erste Verbotsschwelle (Balance-Sheet-Test)	575
(bb) Zweite Verbotsschwelle (Surplus-Test)	580

(d) Anwendungsfälle im Leveraged Buy Out	582
(aa) Vergabe von Upstream Darlehen	582
(bb) Bestellung von Upstream Security	584
(cc) Merger-Modelle	591
(dd) Anwachsung	594
(ee) Vertragskonzernierungen	594
(ff) Schuldübernahme	594
(gg) Schuldbeitritt	595
(2) Kapitalherabsetzungen	596
(3) Ankauf eigener Anteile	598
(4) Rücknahme von Anteilen	602
(5) Abschließender Charakter von § 292 KAGB?	603
bb) Verhaltenspflichten	605
cc) Zeitlicher Rahmen	607
c) Gestaltungsmaßnahmen zur Vermeidung der Wirkungen von § 292 KAGB	608
d) Sanktionen	609
4. Resümee	610
C. Reformbedarf erfüllt?	618

7. Teil

Schlussbetrachtung	621
A. Strukturierung von Leveraged Buyout-Fonds	621
B. Regulierung des Leveraged Buyout-Sektors	623
I. Grundlagenfragen	623
II. Assetklassenübergreifende Regulierung	623
III. Sonderbeteiligungsrecht	625
C. Leveraged Buyout als Schreckgespenst?	626
D. Ausblick	628
Literaturverzeichnis	630
Stichwortverzeichnis	667

Abkürzungsverzeichnis

A. A./a. A.	Anderer Ansicht/anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AcquiCo	Acquisition Company
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
a. E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der europäischen Union
a. F.	alte Fassung
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AG(s)	Aktiengesellschaft/Aktiengesellschaften
AIF(s)	Alternativer Investmentfonds/Alternative Investmentfonds
AIFM(s)	Alternative Investment Fund Manager/Alternative Investment Fund Managers
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds
AIFM-StAnpG	AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz
AIFM-VO	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anm.	Anmerkung
AnlV	Anlageverordnung
AO	Abgabenordnung
Art./Artt.	Artikel (Singular)/Artikel (Plural)
AStG	Gesetz über die Besteuerung bei Auslandsbeziehungen
AuslInvG	Gesetz über steuerliche Maßnahmen bei Auslandsinvestitionen der deutschen Wirtschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen
Begr	Begründung
Beschl.	Beschluss
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BR	Bundesrat

BRE	Bundesrat-Entwurf
bsi	Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT	Bundestag
BUrlG	Bundesurlaubsgesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
BVK	Bundesverband Deutsches Kapitalbeteiligungsgesellschaften
bzw.	beziehungsweise
Capex	Capital Expenditure
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CESR	Committee of European Securities Regulators
CF	Compliance-Funktion
CI	Carried Interest
c. i. c.	culpa in contrahendo
cit.	cited
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
CSU	Christlich-Soziale Union
DCF	Discounted Cash Flow
ders.	derselbe
d. h.	das heißt
dies.	dieselbe/dieselben
DiskE	Diskussionsentwurf
Drs.	Drucksache
DurchführungsRL	Durchführungsrichtlinie
E	Entwurf
Ebd./ebd.	Ebenda/ebenda
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation
ECB	European Central Bank
EDs	Executive Directors
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EG	Europäische Gemeinschaften
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
ELTIF(s)	European Long-Term Investment Fund/European Long-Term Investment Funds
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EuSEF(s)	European Social Entrepreneurship Fund/European Social Entrepreneurship Funds
EuVECA(s)	European Venture Capital Fund/European Venture Capital Funds
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EY	Ernst & Young
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FCA	Financial Conduct Authority
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinMarktAnpG	Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes
FinStabG	Finanzstabilitätsgesetz
FKAG	Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote
FRC	Financial Reporting Council
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FSA	Financial Services Authority
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GbR(s)	Gesellschaft bürgerlichen Rechts/Gesellschaften bürgerlichen Rechts
Gem./gem.	Gemäß/gemäß
GesR-RL	Gesellschaftsrechtsrichtlinie
GewO	Gewerbeordnung
GewStG	Gewerbesteuer-gesetz
GewStR	Gewerbesteuer-Richtlinien
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
gInvKG(s)	geschlossene Investmentkommanditgesellschaft/geschlossene Investmentkommanditgesellschaften
GmbH(s)	Gesellschaft mit beschränkter Haftung/Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HDW AG	Howaldtswerke-Deutsche Werft Aktiengesellschaft
Herv. d. Verf.	Hervorhebung durch den Verfasser
HGB	Handelsgesetzbuch
HoldCo	Holding Company
i. d. F.	in der Fassung
IDW PS	Institut der Wirtschaftsprüfer Prüfungsstandard
IDW RS HFA	Institut der Wirtschaftsprüfer Stellungnahme zur Rechnungslegung Hauptfachausschuss
IDW S	Institut der Wirtschaftsprüfer Standard
i. e.	id est
IFRS	International Financial Reporting Standards
i. H. v.	in Höhe von
InsO	Insolvenzordnung

InstitutsVergV	Institutsvergütungsverordnung
InvAG(s)	Investmentaktiengesellschaft/Investmentaktiengesellschaften
InvAG(s) mfK.	Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital/Investmentaktiengesellschaften mit fixem Kapital
InvAG(s) mvK.	Investmentaktiengesellschaft mit variablem Kapital/Investmentaktiengesellschaften mit variablem Kapital
InvG	Investmentgesetz
InvKG(s)	Investmentkommanditgesellschaft/Investmentkommanditgesellschaften
InvMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften (Rundschreiben 5/2010 (WA))
InvRBV	Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung
InvStG	Investmentsteuergesetz
InvStRefG	Investmentsteuerreformgesetz
InvVerOV	Investment-Verhaltens- und Organisationsverordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPEV	International Private and Venture Capital Valuation
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
i. S.	im Sinne
i. V. m.	in Verbindung mit
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (Rundschreiben 01/2017 (WA))
KARBV	Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung
KARBV-E-2017	Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung in der Fassung der Konsultation 07/2017 vom 25. Juli 2017
KAVerOV	Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung
KG(s)	Kommanditgesellschaft/Kommanditgesellschaften
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU(s)	kleines und/oder mittleres Unternehmen/kleine und mittlere Unternehmen
KPIs	Key Performance Indicators
Krit./krit.	Kritisch/kritisch
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buyout
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
Lit./lit.	Litera/litera
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion (Rundschreiben 4/2010 (WA))
MaRisk (BA)	Mindestanforderungen an das Risikomanagement (Rundschreiben 09/2017 (BA))
MBO	Management Buyout
MFN	Most Favoured Nation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
mind.	mindestens

Mio.	Millionen
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MoRaKG	Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen
Mrd.	Milliarden
MTFs	multilaterale Handelssysteme
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NAV	Net Asset Value
NBU(s)	nicht börsennotiertes Unternehmen/nicht börsennotierte Unternehmen
NEDs	Non-Executive Directors
NewCo	New Company
No.	numero
Nr.	Nummer
nrkr.	nicht rechtskräftig
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OFD	Oberfinanzdirektion
OGAW(s)	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren/Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
oHG(s)	offene Handelsgesellschaft/offene Handelsgesellschaften
oInvKG	offene Investmentkommanditgesellschaft
OJ	Official Journal
OLG	Oberlandesgericht
ÖPP	Öffentlich-Private Partnerschaft
O. V.	Ohne Verfasserangabe
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p. a.	per annum
PFAV	Pensionsfonds-Aufsichtverordnung
phG	persönlich haftender Gesellschafter
PRIIP-VO	Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
PublG	Publizitätsgesetz
RBerG	Rechtsberatungsgesetz
RC	Risikocontrolling
REIT	Real Estate Investment Trust
RegE	Regierungsentwurf
RG	Reichsgesetz
RM	Risikomanagement
Rn.	Randnummer
RTS-VO	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission vom 17. Dezember 2013
s.	siehe
SEC	United States Securities and Exchange Commission
Sec./sec.	Section/section
sic	sic erat scriptum
s. o.	siehe oben
sog.	sogenannte/sogeannter/sogeannten/sogeanntes

SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SSM	Single Supervisory Mechanism
StGB	Strafgesetzbuch
str.	streitig
TGVs	Teilgesellschaftsvermögen
Tz.	Teilziffer
u. a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UBG(s)	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft/Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmsG	Umsetzungsgesetz
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VC	Venture Capital
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VG	Verwaltungsgericht
VGF	Verband Geschlossene Fonds
VGH	Verwaltungsgerichtshof
Vgl./vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
vs.	versus
WKBG	Wagniskapitalbeteiligungsgesetz
WKBs	Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung
z. T.	zum Teil
zust.	zustimmend

1. Teil

Einleitung

A. Problemstellung

„Barbaren, Raubritter, Heuschrecken“¹ – die Kreativität bei der Umschreibung des für viele Kritiker bestehenden Feindbildes des Private Equity-Investors reißt bis heute nicht ab. Adressaten der Kritik sind die Hauptakteure des längst institutionalisierten Geschäftsmodells des *Leveraged Buyout (LBO)* als eine von mehreren Spielarten unter dem schillernden Label Private Equity: Mehrere Anleger poolen ihr Kapital in einem durch professionelle Verwalter geführten Fonds, der dieses Kapital für Akquisitionen von nicht börsennotierten Unternehmen (*Private Equity*)² einsetzt. Wird die Akquisition aus Gründen der Ertragshebelung (Hebel = *Leverage*) überdies fremdfinanziert, spricht man von einem *Leveraged Buyout*. Nach Anteilserwerb sollen Wertschöpfungspotenziale auf Ebene der nur für eine begrenzte Dauer gehaltenen Portfoliogesellschaften gehoben und durch eine Veräußerung der Zielunternehmen am Ende dieser Haltezeit realisiert werden. Kritiker des Geschäftsmodells erheben den Vorwurf, dass etwaige Gewinne nur deshalb generiert werden könnten, weil den Portfoliogesellschaften die Bedienung des Schuldendienstes aus der Akquisitionsfinanzierung nach Anteilserwerb überantwortet würde und ein übermäßiger Kapitalentzug zu Lasten des Zielunternehmens, seiner Gläubiger und Arbeitnehmer die Folge sein könnte. Die vor diesem Hintergrund wiederkehrenden, pejorativen Konnotationen mit der Praxis der „Finanzinvestoren“³ sind letztlich ein Evergreen seit der durch Äußerung⁴ Franz Münteferings im Jahr 2004 angestoßenen „Heuschreckendebatte“. Da die Auseinandersetzungen in diesem Zuge angesichts der gesellschaftlichen Aufladung dieses Themas oftmals auf einer emotionalen Ebene geführt wurden, folgten Forderungen nach einer Versachlichung der Dis-

¹ *Serrao*, SZ vom 3.7.2015, „Wir können euch kaufen“.

² Statt aller *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, § 3 C. II. 2.

³ *R. H. Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren; *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116.

⁴ Auszug aus der Rede bei einer Veranstaltung der Friedrich-Ebert-Stiftung am 19. 11. 2004 in Berlin: „Zum Beispiel aber auch, wenn es darum geht, in der globalisierten Wirtschaft die Rechte derer zu schützen, die hilflos sind, wenn anonyme Aktionäre ihnen die Arbeitsplätze zerstören. Wir müssen denjenigen Unternehmern, die die Zukunftsfähigkeit ihrer Unternehmen und die Interessen ihrer Arbeitnehmer im Blick haben, helfen gegen die verantwortungslosen Heuschreckenschwärme, die im Vierteljahrestakt Erfolg messen, Substanz absaugen und Unternehmen kaputtgehen lassen, wenn sie sie abgefressen haben“, abrufbar unter <http://www.franz-muentefering.de/reden/pdf/19.11.04.pdf> (zuletzt abgerufen am 27. 8. 2017).

kussion. Zugleich nahm die von der Interessenvertretung der Branche geführte Aufklärungsarbeit zu.⁵ In diesem Kontext mehrten sich außerdem nicht nur die Beiträge im juristischen Schrifttum, die den bestehenden deutschen Rechtsrahmen für die Aktivitäten von LBO-Fonds erhellten, sondern verschiedene Organisationen und Einrichtungen brachten sogar Gutachten, Studien und Arbeitspapiere heraus, die in ihrer Gesamtheit eine breit angelegte Analyse der ökonomischen Nutzendebatte von LBOs sowie den mit ihnen verbundenen Gefahren für die deutsche Unternehmenslandschaft und die Arbeitnehmer zum Gegenstand hatten.⁶ Im Verlauf dieser Diskussion wurde zunehmend die Rolle des öffentlichen Rechts in Gestalt der Regulierung *de lege ferenda* beleuchtet und eine spezielle Regulierung der Private Equity-Investoren in Erwägung gezogen⁷ – jedoch letztlich nie umgesetzt. So ist nicht zu verhehlen, dass bei einem lediglich nationalen Vorstoß einer umfassenden Regulierung stets das Damoklesschwert der Standortunattraktivität über Deutschland geschwebt hätte.

Zu dieser Zeit wurde (nicht nur) Europa mit einem anderen Ereignis überschattet: der ab den Jahren 2006/2007 einsetzenden Finanzkrise.⁸ Diese beschwor reflexartig Reformbestrebungen des Unionsgesetzgebers herauf. Im Rahmen der über die letzten Jahre geleisteten Aufarbeitung der Finanzkrise blieb selbst das bislang in der Dunkelheit des sog. Grauen Kapitalmarkts weitgehend unregulierte Segment der alternativen Investmentfonds („AIFs“) nicht unberührt, zu dem all jene kollektiven Anlagemodelle abseits des klassischen Investments in Wertpapieren (sog. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, OGAWs)⁹ gehören – wie auf den Erwerb von nicht börsennotierten Unternehmensbeteiligungen ausgerichtete Pri-

⁵ Der BVK stellt wissenschaftlichen Institutionen seither detaillierte Unternehmensdaten von Private Equity-Transaktionen zur Verfügung, vgl. <http://www.bvkap.de/beteiligungskapital/fuer-wissenschaftler> (zuletzt abgerufen am 27.8.2017).

⁶ Zu nennen sind: *R. H. Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren; *Kaserer/Achleitner/von Einem/Schierck*, Private Equity in Deutschland; *Schulz/Kaserer/Trappel*, Finanzinvestoren im Medienbereich; *Schäfer/Fisher*, Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance; *Blome-Drees/Rang*, Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter; *Böttger*, Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren; *Kamp/Krieger*, Die Aktivität von Finanzinvestoren in Deutschland; vgl. im Übrigen <http://www.bvkap.de/events-medien/veroeffentlichungen/studien> (zuletzt abgerufen am 27.8.2017). Auf europäischer Ebene etwa *OECD*, The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and „activist hedge funds“; *Socialist Group in the European Parliament*, Hedge Funds and Private Equity – a critical analysis; *FSA*, Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement.

⁷ 6. Teil, A.II.

⁸ Zu den Ursachen *Heun*, JZ 2010, 53, 54 ff.; *Thiele*, Finanzaufsicht, S. 3 ff. m. w. N.

⁹ Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. Nr. L 302, S. 32 (zit.: OGAW IV-RL).

vate Equity-Fonds.¹⁰ Licht in die Finsternis soll seitdem die Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL) bringen, deren Umsetzung in Deutschland im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) als Herzstück der Transposition mündete. Die aus dem KAGB folgende Regulierung streut dabei ungemein und reicht von Vorgaben für die Strukturierung von Fondsvehikeln über organisatorische Anforderungen an die Verwalter der Fonds bis zu handlungsbezogenen Ge- und Verboten für ebenebene. Dementsprechend haben sich auch die Schwerpunkte bei der Regulierungsdiskussion in Ansehung von Private Equity verlagert und drehen sich nunmehr vorwiegend z. B. um Fragen zu Auswirkungen auf bekannte Fondsstrukturen, zur Verwahrstellenrolle, zu Verhaltenspflichten, zu Interessenkonflikten, zum Risikomanagement, zur Vergütungspolitik und zur Portfoliobewertung. Für die Marktteilnehmer im Private Equity-Sektor haben die vorgenannten Regulierungsaspekte nach eigenen Angaben zum Teil wesentliche Auswirkungen;¹¹ dem entspricht es, wenn ausweislich einer von Preqin im Jahr 2014 unternommenen Befragung 27 Prozent der Fondsmanager die Regulierung als größte Herausforderung für das Jahr 2015 sahen¹².

Die Kodifikation der neuen sektorspezifischen Regulierung als Reaktion auf die Finanzkrise erfolgte dabei unter finanzmarktrechtlichen Vorzeichen, mithin primär zur Vermeidung systemischer Risiken und zur Verbesserung des Anlegerschutzes. Ein Konnex mit der oben aufgezeigten, im Zuge der Heuschreckendebatte teilweise als geboten erachteten Stoßrichtung besteht vor diesem Hintergrund zunächst nicht.¹³ Zudem ist Ausgangspunkt der verbindlichen Regulierung ein aus Branchensicht kritisch¹⁴ betrachteter anlageklassenübergreifender Ansatz („one size fits all“), sodass insoweit keine Spezialregulierung für das Segment Private Equity implementiert wurde. Mit dem Dogma einer assetübergreifenden Verwalterregulierung wird die AIFM-RL indes durchaus brüchig. So ist nicht zu verkennen, dass der von Franz Müntefering verlautebarte Vergleich der Private Equity-Investoren mit Heuschrecken (*Swarms of Locusts*) sogar über nationale Grenzen hinweg zur Kenntnis genommen wurde,¹⁵ Wiederhall im Europäischen Parlament gefunden hat¹⁶ und letztlich in besonderen Vorschriften für – zuvörderst – Fondsverwalter im LBO-Sektor resultierte.

¹⁰ Vor der AIFM-RL bezog sich der Begriff der alternativen Produkte gemäß Branchenterminologie indes nur auf Hedgefonds und Private Equity, so: *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, § 17 C. I. 1.; *ders.*, in: *Zetzsche*, AIFMD, Chapt. 1 No. 1.5; *ders./Preiner*, in: *Zetzsche*, AIFMD, Chapt. 3 No. 1; *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154, 1155.

¹¹ *EY*, Game-changing regulation?, S. 2 f., 10 ff.

¹² <https://www.preqin.com/blog/0/10802/aifmd-impact> (zuletzt abgerufen am 27.8.2017).

¹³ *Kuper*, in: Möllers/Kloyer, Das neue KAGB, Rn. 103, 108: „[...] das Gesetzgebungsverfahren zur AIFM-Richtlinie als die vermeintliche „Regulierung der Heuschrecken“ [...]“.

¹⁴ *EY*, Game-changing regulation?, S. 2.

¹⁵ In der Wirtschaftspresse etwa o. V., *Locust, pocus*; in Gutachten auf europäischer Ebene *Socialist Group in the European Parliament*, Hedge Funds and Private Equity – a critical analysis, S. 205.

¹⁶ *Lehne*, DB 2010 Beil., 81; *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, § 12 C. III. 2.