

TILL J. TROUVAIN

Asset Stripping durch Finanzinvestoren

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
70*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

70



Till J. Trouvain

Asset Stripping durch Finanzinvestoren

Eine rechtswissenschaftliche Untersuchung
der Verhinderung opportunistischen Gesellschafter-
verhaltens durch die Art. 26–30 AIFMD

Mohr Siebeck

Till Trouvain, geboren 1992; Studium der Rechtswissenschaften mit wirtschaftswissenschaftlicher Zusatzausbildung in Bayreuth; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht der Universität Bayreuth; Promotionsstipendiat der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit; bis 2020 LL.M.-Studium an der University of Chicago Law School.
orcid.org/0000-0003-4755-5049

ISBN 978-3-16-158342-1 / eISBN 978-3-16-158343-8

DOI 10.1628/978-3-16-158343-8

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2018/19 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen. Für die Drucklegung sind Literatur und Rechtsprechung noch bis Januar 2019 berücksichtigt.

Mein ganz besonderer Dank gebührt meiner akademischen Lehrerin, Frau Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M. Sie hat in mir die Begeisterung für das Unternehmens- und Kapitalmarktrecht geweckt und mich bei meiner Dissertation in vielfältiger Weise gefördert. Als Mitarbeiter an ihrem Lehrstuhl durfte ich eine prägende und äußerst lehrreiche Zeit erfahren, die ich in schöner Erinnerung behalten werde.

Großer Dank gilt zudem Herrn Prof. Dr. Karl-Georg Loritz für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sowie seine außergewöhnliche Unterstützung auch über diese Arbeit hinaus.

Weiterer Dank gebührt der Kanzlei Schmidt, von der Osten & Huber Rechtsanwälte Partnerschaft mbB aus Essen für die Aufnahme in ihr Promotionsstipendium und die Gewährung des Druckkostenzuschusses. Diese Arbeit wurde von der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit mit Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung gefördert.

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung und Gang der Untersuchung	1
§ 1 <i>Charakteristika des Asset Stripping</i>	7
A. Erscheinungsformen	9
B. Institutionenökonomische Grundlagen	17
§ 2 <i>Kartographie des gesellschaftsrechtlichen Schutzrahmens</i>	27
A. Ausgewählte Figurenschätze des deutschen Rechts	29
B. Resümee	49
§ 3 <i>Die Asset-Stripping-Rules der AIFMD</i>	51
A. Die kontextuellen Bausteine der Art. 26–30 AIFMD	53
B. Anwendungsbereich der Art. 26–30 AIFMD	161
C. Die Transparenznormen der Art. 27–29 AIFMD	243
D. Das Zerschlagungsverbot des Art. 30 AIFMD	387
E. Die Pflicht des AIFM, sich nach besten Kräften zu bemühen	493
F. Systematisierung des Durchsetzungs- und Sanktionsregimes	513
G. Friktionen in der kapitalmarktrechtlichen Regelungsanknüpfung	555
H. Grund- und kompetenzrechtliche Problematik	591
I. Resümee der Asset-Stripping-Rules	633
§ 4 <i>Ausblick und Regelungsalternativen</i>	639
A. Die „Marktlösung“	641
B. Gesetzliche Vorgaben	645
C. Bewertung & Resümee	663

§ 5 Zusammenfassung und Ergebnisse in Thesen	669
Literaturverzeichnis	675
Sachregister	727

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
<i>Einleitung und Gang der Untersuchung</i>	1
§ 1 Charakteristika des Asset Stripping	7
<i>A. Erscheinungsformen</i>	9
I. Transfer von Gesellschaftsvermögen	9
1. Superdividenden	9
2. Related Party Transactions	11
II. Erhöhung des Verschuldungsgrades – LBO	13
<i>B. Institutionenökonomische Grundlagen</i>	17
I. Property Rights und Kontrollrechte	18
II. Der <i>principal-agent-conflict</i> des Gesellschaftsrechts	19
1. Gesellschafter-Gläubiger-Konflikt	20
2. Mehrheits-Minderheitsgesellschafter-Konflikt	23
3. Geschäftsleitungs-Gesellschafter-Konflikt	23
III. Theorie des Marktversagens	24
§ 2 Kartographie des gesellschaftsrechtlichen Schutzrahmens	27
<i>A. Ausgewählte Figurenschätze des deutschen Rechts</i>	29
I. Kapitalschutz	29
1. Das System des Kapitalerhalts	29
2. Das Verbot der financial assistance	31
II. Recht der verbundenen Unternehmen	32

1. Vertragskonzern	32
2. Faktischer Konzern	36
III. Existenzvernichtungshaftung und Verbot schädigender Einflussnahme . . .	37
IV. Treuepflicht der Gesellschafter	39
V. Geschäftsleiterpflichten	41
1. Der Unternehmensbestand als organschaftliche Verhaltensmaxime . . .	42
2. Geschäftsleiterhaftung	44
3. Die RPT-Vorgaben der ARRL II	46
 B. Resümee	 49
 § 3 Die Asset-Stripping-Rules der AIFMD	 51
 A. Die kontextuellen Bausteine der Art. 26–30 AIFMD	 53
I. Diktumssymbolik und Symbolsprache	53
II. Historie und Hintergrund des europäischen Investmentrechts	55
1. Genese – Das Investmentrecht als Spiegel rechtspolitischer Strömung . .	55
a) Historie des europäischen Investmentrechts	55
b) Paradigmenwechsel hin zum materiellen Fondsbegriff	61
2. Der Begriff des alternativen Investmentfonds	62
3. Regelungszweck der AIFMD	63
a) Originäre Zielvorgaben	63
b) Sonstige Zielvorgaben	65
4. Besonderheiten der unionsrechtlichen Determination	66
a) Umsetzungsspielraum und Harmonisierungsgrad	66
b) Auslegungsgrundsätze und Verfahrensfragen	67
aa) Auslegungsgrundsätze	68
(1) Unionsautonome Auslegung	68
(2) „In dubio pro Schutzadressat“?	68
(3) Analogieverbot und die Mär der restriktiven Auslegung . .	69
bb) Darlegungs- und Beweislast	72
c) Verlautbarungen der Verwaltungspraxis	72
5. Nationale Umsetzung in das KAGB	75
III. Anwendungsbereich der AIFMD	76
1. Verwalter eines AIF	77
a) Sachlicher Anwendungsbereich	78
aa) Das unionale Verständnis der juristischen Person	78
bb) Regulärer Geschäftsbetrieb	80
cc) Verwaltung von einem oder mehreren AIF	81
(1) Portfolio- und Risikomanagement	81

(2) Das Erfordernis der kumulierten Verwaltungsfunktionen . . .	82
b) Räumlicher Anwendungsbereich	83
2. Merkmale eines AIF	84
a) Vorüberlegungen	86
aa) Die Rechtstechnik durch Ausnahme und Gegennorm	86
bb) Der Gleichlauf des nationalen und unionalen Anwendungs- bereichs	88
b) Organismus für gemeinsame Anlagen	89
aa) Organismus	89
(1) Individuelle vs. kollektive Vermögensverwaltung	90
(2) Eine der Risikobündelung entspringende Gemeinschafts- rendite	91
(a) Die Partizipation an Chancen und Risiken	92
(b) Graduelle Ausprägung der Partizipation	94
(3) Anwendungsfälle	95
bb) Gemeinsamkeit	99
cc) Fremdverwaltung	100
(1) Gruppensouveräne Willensbildung	101
(2) Maß der Einflussnahme	103
dd) Anlage	105
(1) Das operativ tätige Unternehmen	106
(2) Die beteiligungsverwaltende Holding	109
(a) Geschäftsstrategie zur langfristigen Förderung der Tochterunternehmen	110
(b) Tatbestandsvarianten	112
c) Zusatzmerkmale des AIF	114
aa) Einsammeln von Kapital	114
(1) Gewerbliche Kapitalbeschaffung	115
(2) Bereits bestehende Vermögensmassen	116
(a) Family Offices	116
(aa) Single Family Offices – das Familienprivileg	116
(bb) Multi Family Offices	118
(b) Arbeitnehmerbeteiligungssysteme	120
(c) Sonstige bereits bestehende Vermögensmassen	120
(aa) Managementbeteiligungsgesellschaften	120
(bb) Staatsfonds	121
(cc) Zusammenkommen auf Initiative der Investoren	122
bb) Anzahl von Anlegern	123
cc) Festgelegte Anlagestrategie	125
dd) Zum Nutzen der Anleger	128
(1) Abgrenzung zum Nutzen des eigenen Unternehmens	128
(2) Abgrenzung zum Nutzen der Öffentlichkeit und sonstiger anerkannter Interessen	129
ee) Kein OGAW	130

3. Ausnahmetatbestände gem. Art. 3 AIFMD	130
a) Konzernprivileg	130
b) „kleine“ AIFM	132
aa) Die direkte oder indirekte Verwaltung von Vermögenswerten	133
bb) Die Schwellenwerte	134
cc) Die AIFMD-Spin Offs als Alternative	135
4. Zwischenfazit	136
IV. Aufsichtsrechtliche Anforderungen – ein systematischer Überblick der AIFMD	138
1. Zuständige Behörde	138
2. Zulassung	139
3. Wohlverhaltens- und Organisationspflichten	140
a) Allgemeine Anforderungen	140
b) Organisationspflichten	142
c) Übertragung von Funktionen der AIFM	143
d) Die Verwahrstelle als Kontrollorgan	144
4. Transparenzpflichten	145
5. Leverage	146
6. Zwischenfazit	146
V. Systematik und Hintergrund der Asset-Stripping-Rules	147
1. Systematischer Überblick	147
2. Historie und Entwicklung der Asset-Stripping-Rules	148
3. Regelungszweck der Art. 26 ff. AIFMD	154
4. Die öffentlich-rechtliche Natur der Vorschriften	155
5. Harmonisierungsgrad und die Öffnungsklausel des Art. 26 Abs. 7 AIFMD	157
a) Die Öffnungsklausel	157
b) Reichweite der Öffnungsklausel	158
6. Die nationale Umsetzung in das KAGB	160
<i>B. Anwendungsbereich der Art. 26–30 AIFMD</i>	<i>161</i>
I. Systematischer Überblick	161
II. Der AIFM als Adressat der Asset-Stripping-Rules	162
III. Das Kontrollsystem des Art. 26 Abs. 5 AIFMD	163
1. Die Kontrolle nicht börsennotierter Unternehmen	164
a) Nicht börsennotiertes Unternehmen	164
aa) Der Unternehmensbegriff	164
bb) Keine Börsennotierung	166
cc) Sitz im EWR	168
b) Die Stimmrechtsschwelle	168
aa) Der formelle Schwellenwert	169
(1) Die 50% Schwelle	169
(2) Berechnung des Schwellenwertes	170

bb) Rechtliche Qualifikation des „Stimmrechts“	171
(1) Anknüpfung an die formelle Rechtsinhaberschaft	
des Stimmrechts	172
(a) Korrelat der Inhaberschaft des Mitgliedschaftsrechts . .	172
(aa) Verfügungs- und Verpflichtungsgeschäft	173
(bb) Beginn und Erlöschen des Stimmrechts	175
(b) Die Folge für „hidden ownerships“ und atypische	
Beteiligungen	177
(c) Rechte, die in Zukunft ein Stimmrecht vermitteln	
könnten	179
(2) Ausmaß eines Stimmrechts und Stimmkraft	180
(a) Unterproportionale Stimmrechte	181
(b) Überproportionale Stimmrechte	182
(3) Aussetzen und Ruhen des Anteils	183
(4) Beschränkung des Stimmrechts	184
cc) Umgehung durch die Gewährung von Sonderrechten	187
dd) Umgehung durch einen Asset Deal?	188
ee) Die Kontrollerrlangung als rein objektives Tatbestandsmerkmal .	188
ff) Zwischenfazit	189
c) Zurechnung von Stimmrechten	189
aa) Stimmrechtszurechnung am Schnittpunkt zwischen horizontaler	
Verhaltenskoordination und vertikaler Beherrschung	190
(1) Das Konzept des acting in concert	191
(2) Das Konzept der beherrschenden Stellung aus abstrakter	
Gefahrenlage	194
bb) Das acting in concert als horizontale Stimmrechtszurechnung . .	194
(1) Abgestimmtes Verhalten mehrerer AIF (Art. 26 Abs. 1 lit. a	
AIFMD)	194
(a) Das Merkmal der Vereinbarung	195
(aa) Mindestmaß und Evidenzfälle	195
(bb) Gentlemen’s Agreements	197
(b) Form und Gegenstand der Verhaltensabstimmung	202
(aa) Die zu beeinflussenden Entscheidungsprozesse . .	203
(bb) Das Erfordernis kontinuierlicher Einflussnahme	
und die Einzelfallausnahme	204
(c) Die Kontrollabsicht als Tatbestandsausdehnung	206
(2) Abgestimmtes Verhalten mehrerer AIFM (Art. 26 Abs. 1	
lit. b AIFMD)	207
(3) Keine Vermutungswirkung	208
(4) Folgen der koordinierten Verhaltensabstimmung	209
(a) Die Problematik gespaltener Stimmabgabe durch	
partielle Stimmbindung	209
(b) Die Problematik eines „ohnmächtigen“ Vereinbarungs-	
partners	211

(5) Acting in concert mit sonstigen Dritten	213
(6) Zwischenfazit	214
cc) Die beherrschende Stellung als vertikale Stimmrechts- zurechnung	215
(1) Von dem AIF kontrollierte Unternehmen	216
(a) Von dem AIFM gehaltene Stimmrechtsanteile	217
(b) Die Zurechnung innerhalb von Konzernstrukturen	218
(2) Auftragshandlungen	219
(a) Die am Auftrag beteiligten Personen	220
(b) Auftragshandlung	221
(c) Die extensive Auslegung und Ableitung eines allgemeinen Rechtsgedankens	222
(3) Von der Zurechnung betroffene Stimmrechte	223
dd) Zwischenfazit	224
2. Die Kontrolle von Emittenten	225
a) Der Emittentenbegriff	225
b) Die Kontrollschwelle für Emittenten	226
aa) Die Berechnung und sonstige Zurechnung von Stimmrechten	226
bb) Sonderfall des acting in concert nach Art. 26 Abs. 4 S. 2 AIFMD	227
c) Die Problematik des Delisting	228
3. Das Tatbestandskorrektiv eines „look-through“-Ansatzes	229
4. Zwischenfazit	231
IV. Ausnahmen	232
1. Immobilienzweckgesellschaften	232
2. Die Ausnahme für KMU	233
a) Der KMU-Begriff	235
b) Die Einbeziehung von Partnerunternehmen und verbundenen Unternehmen	235
aa) Anwendbarkeit der Zurechnungsvorschriften	236
bb) Anwendbarkeit der Ausnahme für Business Angels	238
c) Änderungen während der Halteperiode	238
V. Die Umsetzung des Art. 26 AIFMD in §§ 287 f. KAGB	240
VI. Resümee	242
<i>C. Die Transparenznormen der Art. 27–29 AIFMD</i>	<i>243</i>
I. Allgemeiner Teil	243
1. Öffentlichkeit als Rechtsidee	243
a) Transparenz zwischen Privatrechtssubjekten	244
b) Publizität als Rechtsinstrument	247
aa) Die Beschränkung auf eine „Individualpublizität“	248
bb) Rechtstechnische Ansätze der Publizität	249
c) Normative Anforderungen an Informationspflichten	250
d) Die konzeptionellen Ansätze von Informationsrechten	251

2. Wesentlicher Inhalt und Regelungszweck der Art. 27–29 AIFMD	253
a) Systematischer Überblick	253
b) Regelungszweck	254
aa) Funktionsdogmatische Grundlagen von Publizität: Der „Funktionsdualismus“	254
bb) Kritische Bestandsaufnahme	256
(1) Die Abwesenheit eines Funktionsschutzes als „Marktschutz“	256
(2) Die Beschränkung auf den Individualschutz	257
(a) Transparenz zugunsten der Zielgesellschaft, ihrer Minderheitsgesellschafter und der Belegschaft	258
(aa) Die Fremdsteuerungs- und Kontrollfunktion	258
(bb) Die Selbststeuerungsfunktion	260
(cc) Die „isolierte“ Informationsfunktion	261
(b) Transparenz zugunsten der Anteilseigner des AIF	262
cc) Die Art. 27–29 AIFMD als Publizitätspflicht sui generis	263
c) Zwischenfazit	264
3. Rahmenbedingungen der Informationspflichten	265
a) Der janusköpfige Charakter der Art. 27–29 AIFMD	265
b) Der rechtsgeschäftliche Gehalt der Mitteilungshandlung	266
c) Der Schutz vertraulicher Informationen	267
aa) Der Schutz vertraulicher Informationen in der Rahmen-RL	269
(1) Vertraulichkeitsverpflichtung nach Art. 6 Abs. 1 Rahmen-RL	271
(2) Informationsverweigerung nach Art. 6 Abs. 2 Rahmen-RL	272
bb) Die Stufen des Geheimnisschutzes des Art. 26 Abs. 6 AIFMD	274
(1) Verschwiegenheitsverpflichtung	274
(a) Begrenzung auf Arbeitnehmervertreter	274
(b) Die camouffierte Mitgliedstaatenoption zur Weiter- leitungsbefugnis	274
(2) Informationsverweigerung	275
(3) Zwingender Charakter oder bloße Option?	276
cc) Die Lesart: Konstitutiver Verweis oder deklaratorische Marginalie?	277
(1) Die Friktionen eines deklaratorischen Hinweises auf nationales Arbeitsrecht	278
(2) Die notwendige Lesart einer „direkten Verweisung“	279
(a) Das Erfordernis einer assimilierten Umsetzung	280
(b) Die nationale Apathie am Beispiel der deutschen Umsetzung	282
(3) Anpassung des Art. 6 Rahmen-RL an die Art. 26 ff. AIFMD	283
dd) Zwischenfazit	284
d) Der gruppendifferenzierte Informationszugang durch den AIFM	285
aa) Informationsanspruch aus den Art. 26 ff. AIFMD selbst	286
(1) Ungeschriebene Auskunftsansprüche in der Rechtsprechung des EuGH	286

(2) Übertragung auf die Art. 26 ff. AIFMD	288
bb) Informationsanspruch aus nationalem Gesellschaftsrecht	289
(1) AG als Zielgesellschaft	290
(a) Der Informationsfluss im Unternehmensverbund	290
(b) Informationsanspruch aus den §§ 287 ff. KAGB	292
(c) Befugnis des Vorstandes der Zielgesellschaft zur Informationsweitergabe	293
(2) GmbH als Zielgesellschaft	296
cc) Zwischenfazit	297
e) Die grundsätzlichen Empfängeradressaten	298
aa) Zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM	298
bb) Zielgesellschaft	298
cc) Anteilseigner	299
(1) Zugang zu den Anteilseignerdaten	300
(a) Zugang durch Registereinsicht	301
(aa) GmbH als Zielgesellschaft	302
(bb) AG als Zielgesellschaft	302
(α) Statutarische Abweichungen	304
(β) Das Transparenzregister	304
(b) Zugang durch die Zielgesellschaft	305
dd) Arbeitnehmervertretung bzw. die Arbeitnehmer selbst	306
(1) Die Grundregel der kollektivrechtlichen Information	307
(2) Die Ausnahme einer individualisierten Informierung als funktionales Äquivalent	309
(3) Die Ersuchungs- und Bemühenspflicht	310
(a) Ersuchungspflicht	311
(b) Bemühenspflicht	311
II. Die Anzeige- und Mitteilungspflichten des Art. 27 AIFMD	312
1. Beschränkung auf nicht börsennotierte Unternehmen	313
2. Anzeige von bedeutenden Beteiligungen (Abs. 1)	313
a) Charakter der Pflicht	314
b) Anzeigepflichtige Tatsachen	314
aa) Tatbestandsauslösende Handlung: Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen	314
(1) Passivität des Meldepflichtigen	316
(2) Die Schwellenwertberührung als faktisches Ereignis	316
bb) Tatbestandsauslösende Folge: Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten des Schwellenwertes	317
(1) Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten	317
(2) Der modifizierte Schwellenwert	317
(a) Die anzeigepflichtigen Schwellenwerte	317
(b) Berechnung und Ausnahmen	318
cc) Mehrfache Überschreitung innerhalb kurzer Zeit	320
c) Ausgestaltung und Inhalt der Anzeigepflicht	320

aa) Empfänger der Anzeigepflicht	320
bb) Inhalt der Anzeigepflicht	322
cc) Frist und Form der Anzeige	322
3. Mitteilung bei Kontrollerwerb (Abs. 2–4)	324
a) Anwendungsbereich	324
b) Empfängerkreis	325
c) Ausgestaltung und Inhalt der Mitteilungspflicht	325
aa) Stimmrechtssituation	326
bb) Bedingung der Kontrollerlangung	326
cc) Datum der Kontrollerlangung	327
dd) Anzeigefrist	328
4. Die Umsetzung des Art. 27 AIFMD in § 289 KAGB	329
5. Zwischenfazit	329
III. Die Offenlegungspflicht des Art. 28 AIFMD	330
1. Angaben bezüglich der Inhaberkette, den Grundsätzen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und der Kommunikationspolitik (Abs. 1–3) . .	331
a) Modifizierter Anwendungsbereich	331
b) Empfängerkreis	331
c) Unterrichtsgegenstand	332
aa) Identität des AIFM (lit. a)	332
bb) Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessen- konflikten (lit. b)	333
(1) Interessenkonflikt zwischen AIF bzw. AIFM und ...?	333
(2) Inhaltliche Anforderungen	334
(3) Kein zwingender Aktionismus	335
(4) Sonderfall: Vereinbarungen at arm's length	337
(a) Keine Ausgestaltung als „verkappte“ Verhaltenspflicht .	337
(b) Der Vereinbarungsbegriff und deutsches Konzernrecht .	339
cc) Grundsätze der externen und internen Kommunikationspolitik (lit. c)	340
2. Angaben bezüglich der Absichten der zukünftigen Geschäfts- entwicklung (Abs. 4)	342
a) Beschränkung auf nicht börsennotierte Unternehmen	342
b) Empfängerkreis	343
c) Unterrichtsgegenstand	343
aa) Die Darlegung der „Absichten“	344
bb) Die zukünftige Geschäftsentwicklung	346
cc) Voraussichtliche Auswirkungen auf die Beschäftigung	348
(1) Die Betriebsbezogenheit der Auswirkung und das kollektive Beschäftigungsverständnis	349
(2) Wesentliche Änderungen der Arbeitsbedingungen	349
3. Angaben bezüglich der Finanzierung des Erwerbs (Abs. 5)	351
a) Empfängerkreis	352
b) Unterrichtsgegenstand	352

4. Die Problematik des Gesinnungswandels	354
5. Form und Frist der Offenlegung	356
6. Die Umsetzung des Art. 28 AIFMD in § 290 KAGB	357
7. Zwischenfazit	358
IV. Der Jahresbericht nach Art. 29 AIFMD	359
1. Beschränkung auf nicht börsennotierte Unternehmen	359
2. Informationsaufnahmespflicht	360
a) Wahl des Informationsmediums (Art. 29 Abs. 1 AIFMD)	360
aa) Einordnung als Erfolgspflicht	360
bb) Jahresbericht des AIF gem. Art. 22 AIFMD	361
cc) Jahresbericht des nicht börsennotierten Unternehmens	361
b) Zusätzliche inhaltliche Angaben (Art. 29 Abs. 2 AIFMD)	363
aa) Art. 29 AIFMD als „konfuse“ Normsetzung?	364
bb) Prognosebasisprinzipien	367
(1) Darstellung des tatsächlichen Geschäftsverlaufs	367
(2) Ereignisse von besonderer Bedeutung	368
cc) Prognoseprinzip: Unternehmensentwicklung	370
(1) Die Prognose als subjektive Wahrnehmung	371
(2) Inhaltliche Anforderungen der Prognose	372
dd) Erwerb eigener Aktien	374
3. Informationsweitergabepflicht (Art. 29 Abs. 3 AIFMD)	375
a) Weitergabe an die Belegschaft	376
b) Weitergabe an die Anteilseigner des AIF	377
4. Einmalige und anlassbezogene Pflicht oder periodische Publizität?	378
5. Auswirkungen auf Kapitalgesellschaften	379
6. Die Umsetzung des Art. 29 AIFMD in § 291 KAGB	381
7. Zwischenfazit	382
V. Offenlegungs- und Informationspflichten in mehrstöckigen Strukturen	382
VI. Fazit der Transparenznormen	384
<i>D. Das Zerschlagungsverbot des Art. 30 AIFMD</i>	387
I. Überblick	388
II. Normzweck	389
III. Modifizierter Anwendungsbereich	391
IV. Inkrimierte Maßnahmen	391
1. Ausschüttungen	392
a) Der Ausschüttungsbegriff	394
aa) Offene und verdeckte Ausschüttungen	394
(1) Offene Ausschüttungen	394
(2) Verdeckte Ausschüttungen	397
bb) Schmälerung des Gesellschaftsvermögens	400

(1) Zwischen bilanzieller und wirtschaftlicher Betrachtungsweise	401
(a) Das bilanzielle Konzept des Art. 30 AIFMD	402
(b) Sicherheitenstellungen	404
(aa) Bilanzwirksame Sicherheitenstellungen	404
(α) Grammatikalische Auslegung	405
(β) Historische Auslegung	405
(γ) Systematische Auslegung	407
(δ) Teleologische Auslegung	408
(bb) Bilanziell nicht abbildbare Sicherheitenstellungen	410
(α) Das Versagen des deutschen Bilanzrechts und das Korrektiv des BGH	411
(β) Die damit einhergehenden Folgeproblematiken	412
(γ) Ausdehnung dieses Korrektivs auf Art. 30 AIFMD?	416
(c) Verschmelzung und sonstige Umwandlungsmaßnahmen	418
(2) Berücksichtigung von Gegenleistungen	420
(a) Austauschverträge	422
(b) Zeitlich gestreckte und mit Unsicherheit behaftete Geschäfte	423
(3) Werte- und Vermögensentwicklung	424
(4) Berücksichtigung des deutschen Konzernrechts	425
(a) Keine allgemeine Konzernausnahme	425
(b) Von Art. 30 AIFMD umfasste Maßnahmen im Konzernverbund	426
(c) Ausschüttungskompensation durch konzernrechtliche Ansprüche?	427
cc) Zwischenfazit	429
b) Ausschüttungsempfänger	430
c) Die Schranken zulässiger Ausschüttung	430
aa) Der Jahresabschluss als Bemessungsgrundlage	431
(1) Das europäische Bilanzrecht – eine Genese	432
(a) Ansatz und Bewertung	434
(b) Passivierungspflicht und Imparitätsprinzip	435
(c) Maßgeblichkeit der nationalen Bilanzrechte	438
(2) Die „Eindimensionalität“ der IFRS	438
(3) Zwischenfazit	441
bb) Bilanztest (30 Abs. 2 lit. a AIFMD)	441
(1) Die Ermittlung des ausschüttbaren Betrags	442
(a) Das Nettoaktivvermögen	443
(b) Das gezeichnete Kapital	444
(c) Rücklagen	447
(aa) Gesetzliche Rücklagen im deutschen Recht	448

(α) Nicht ausschüttbare Rücklagen kraft Gesetzes in der AG	449
(β) Nicht ausschüttbare Rücklagen kraft Gesetzes in der GmbH	451
(bb) Statutarische Rücklagen	452
(2) Zeitpunkt der Betrachtung	454
cc) Gewinn- und Verlustrechnungstest (Art. 30 Abs. 2 lit. b AIFMD)	455
(1) Die Ermittlung des ausschüttbaren Betrags	456
(2) Sonderfall: Sachdividende	458
dd) Auswirkungen der bilanziellen Anknüpfung	458
(1) Vorabausschüttungen	458
(2) Das Verbot von Interimsausschüttungen	459
(3) Die Notwendigkeit eines formellen Gewinnverwendungs- beschlusses	461
(4) Durchsetzungs- und Verwertungsbeschränkung	462
ee) Keine sonstige materielle Ausschüttungsgrenze	464
ff) Relevante Ausschüttungsmaßnahme: Anspruch oder nur unmittelbare Ausschüttung?	465
d) Zwischenfazit	466
2. Kapitalherabsetzungen	468
a) Kapitalherabsetzung innerhalb der Ausschüttungsgrenzen?	469
b) Ausnahme für den Kapitalschnitt und die Rücklagenbildung	471
c) Erstreckung des Verbots auf die Tilgung des gezeichneten Kapitals	472
3. Rückerwerb von Anteilen	473
a) Das Rechtsinstitut rückerwerbbarer Anteile	473
b) Umfang der Restriktion	474
c) Sonderfall: Die Einziehung von Anteilen	475
4. Erwerb eigener Anteile	476
a) Grundsätzliche Zulässigkeit bei positivem Bilanztest	477
b) Ausnahmen	479
aa) Gemindertes Gefährdungspotenzial	480
bb) Unabdingbarkeit eines Erwerbs eigener Anteile	481
5. Zwischenfazit	482
V. Einflussnahmepflichten des Verwalters	483
1. Keine rechtliche oder tatsächlich aktive Förderung	484
2. Keine Stimmabgabe für verbotene Maßnahmen in Leitungsgremien	485
3. Aktive Bekämpfung solcher Maßnahmen	486
VI. Zeitliche Begrenzung	486
1. Kontrollverlust innerhalb der 24 Monatsfrist	487
2. Vor Kontrollenerlangung beschlossene Maßnahmen	488
VII. Die Umsetzung des Art. 30 AIFMD in § 292 KAGB	489
VIII. Resümee	489

<i>E. Die Pflicht des AIFM, sich nach besten Kräften zu bemühen</i>	493
I. „Bemühen nach besten Kräften“	494
1. Die aus dem „Bemühen“ entspringende bloße Handlungspflicht	494
2. „Nach besten Kräften“ und die Modifikation des Sorgfaltsmaßstabs . .	496
II. Das Fehlen einer gruppendifferenzierten Kollision	497
III. Die zu erfüllenden Parameter in concreto – ein Versuch der Eingrenzung .	497
1. Mindestvorgaben und äußere Grenzen	498
2. Ausschöpfung gesellschaftsrechtlicher Einflussmöglichkeit – Die Rechtsformspezifität	499
a) Einfluss im Willensbildungsorgan der Zielgesellschaft	501
aa) Die zu beeinflussenden Beschlüsse	502
bb) Auswirkungen einer Stimmbindung	503
b) Einfluss auf die Leitungsorgane der Beteiligungskette	505
c) Statutarische Absicherung	507
3. Überwachungspflichten des AIFM	508
4. Einfluss auf die gesteckten Parameter	508
5. Auswirkungen einer Delegation der Portfolioverwaltung	509
IV. Zwischenergebnis	510
 <i>F. Systematisierung des Durchsetzungs- und Sanktionsregimes</i>	 513
I. Öffentlich-rechtliche Folgen eines Verstoßes	513
1. Maßnahmen der nationalen Aufsichtsbehörde	514
a) Klassisch-repressives Sanktionssystem	514
b) „naming and shaming“	516
c) (K)eine mit der TrRL vergleichbare Durchsetzungsproblematik? . .	518
2. Sonderfall der Transparenzpflichten: Abweichungen vom Unterrichtungsgegenstand	519
a) Deskriptive Unterrichtsgegenstände	520
b) Absichts- bzw. prognosebasierte Unterrichtsgegenstände	521
c) Präskriptive Unterrichtsgegenstände	521
3. Anspruch auf aufsichtsrechtliches Einschreiten	522
a) Eine Subjektivierung der (Stakeholder-)Rechte aufgrund unionaler Vorgaben?	523
b) Anspruch gegen die BaFin nach deutscher Verwaltungsrechtspraxis .	525
II. Strafrechtliche Folgen eines Verstoßes	527
III. Zivilrechtliche Folgen eines Verstoßes	528
1. Die Verletzung von Mitteilungs- und Anzeigepflichten	530
a) Privatrechtliche Durchsetzung durch den geschützten Adressatenkreis	531
aa) Exkurs: Unterrichtungspflicht nach Art. 7 Abs. 6 BÜRL	532
bb) Keine unionale Vorgaben für privatrechtliche Durchsetzung . .	533
b) Haftung	535

aa) Haftung aus Schuldverhältnis	536
bb) Deliktische Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB	536
(1) Individualschutz	538
(2) Keine Haftung für Absichts- und Prognoseerklärungen	541
cc) Die Suche nach einem quantifizierbaren Schaden	542
c) Stimmrechtsverlust	542
d) Exkurs: Der Verzicht auf die den Transparenznormen entspringenden Pflichten	543
2. Die Verletzung des Zerschlagungsverbots nach Art. 30 AIFMD	544
a) Deliktische Haftung, § 823 Abs. 2 BGB	545
b) Ausstrahlung auf die zivilrechtliche Wirksamkeit der Maßnahmen	547
3. Auswirkung auf die Geschäftsleiterpflichten	549
a) Keine Ausweitung des Pflichtenkanons der Geschäftsleiter der Zielgesellschaft	549
b) Sonderfall: Informationsweitergabe an die Belegschaft	550
IV. Resümee	552
<i>G. Friktionen in der kapitalmarktrechtlichen Regelungsanknüpfung</i>	<i>555</i>
I. Vereinbarkeit mit der „duty to act in the best interests of the investor or AIF“	555
II. Die Faktizität der KMU-Ausnahme	557
III. Das Kapitalmarktrecht als ungeeignete Regelungsmaterie	558
1. Die diskriminierende Wirkung der Art. 26–30 AIFMD	558
a) Prolog: Investorentypik	558
aa) Bildung einer dimensionalen Investorentypik	559
(1) Zielerwartung	559
(2) Investmenthorizont	561
(3) Mittelherkunft der Akquisitionsfinanzierung	563
(4) Einflussnahme	564
(5) Zwischenfazit	565
bb) Empirische Befunde über die Chancen und Risiken von Private Equity	567
cc) Einzelfall oder Paradigma?	568
dd) Zwischenergebnis	573
b) Der Fehlgriff in der Regelungsmaterie	574
aa) Das fehlende level playing field	574
bb) Finanzmarktrechtliche Motivation der Asset-Stripping-Rules?	578
c) Vorteile gesellschafts- bzw. arbeitsrechtlicher Vorgaben	580
2. Friktionen der investmentaufsichtsrechtlichen Anknüpfung	583
a) Der fehlende Gleichlauf von materiellem Fondsbegriff und Schutzbedürftigkeit der Stakeholder	583
b) Die aufsichtsrechtliche Anknüpfung an den Satzungssitz des AIFM	584
aa) Keine Wirkung für „unionsfremde“ AIFM	584

bb)	Auseinanderfallen von Satzungssitz des AIFM und Satzungssitz der Zielgesellschaft	585
(1)	Friktionen bei der Anwendung der materiellen Kontroll- und Zurechnungstatbestände	585
(2)	Die fehlende Zuständigkeitsspaltung der Aufsichtsbehörden	586
IV.	Resümee	589
<i>H. Grund- und kompetenzrechtliche Problematik</i>		591
I.	Vereinbarkeit mit der EUGRCh	591
1.	Unternehmerische Freiheit, Art. 16 EUGRCh	591
a)	Schutzbereich	593
b)	Eingriff	593
c)	Rechtfertigung	595
aa)	Bestimmtheitsgrundsatz	595
bb)	Verhältnismäßigkeit	596
(1)	Wesensgehalt	596
(2)	Legitimes Ziel	597
(3)	Geeignetheit	597
(4)	Erforderlichkeit	598
(5)	Angemessenheit	599
2.	Eigentumsrecht, Art. 17 EUGRCh	601
a)	Schutzbereich	601
b)	Eingriff	602
c)	Rechtfertigung	603
3.	Gleichheit vor dem Gesetz, Art. 20 EUGRCh	605
a)	Anwendbarkeit auf juristische Personen	606
b)	Benachteiligende Ungleichbehandlung	606
aa)	Benachteiligung gegenüber sonstigen Finanzinvestoren und strategischen Wettbewerbern	607
(1)	Bestimmung der Vergleichsgruppen	607
(a)	Bestimmung der Vergleichsgruppe nach objektiven Umständen	608
(b)	AIFM, andere Finanzinvestoren und strategische Wettbewerber als gemeinsame Vergleichsgruppe?	609
(2)	Benachteiligung durch Ungleichbehandlung	611
(3)	Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	611
bb)	Benachteiligung gegenüber Drittstaaten-AIFM	613
II.	Kompetenzrechtliche Problematik	613
1.	Art. 53 Abs. 1 AEUV	614
a)	Die Koordinierung auf Ebene alternativer Investmentfonds	615
b)	Der fehlende funktionale Konnex für die Art. 26 ff. AIFMD?	618
aa)	Die restriktive Interpretation eines funktionalen Konnexes	618
bb)	Die extensive Interpretation eines funktionalen Konnexes	620

cc) Stellungnahme	622
2. Alternative Kompetenzgrundlagen	623
a) Art. 50 Abs. 1, Abs. 2 lit. g AEUV	624
b) Art. 114 AEUV	627
c) Art. 352 AEUV	630
d) Zwischenfazit	630
III. Resümee	631
<i>I. Resümee der Asset-Stripping-Rules</i>	<i>633</i>
§ 4 Ausblick und Regelungsalternativen	639
<i>A. Die „Marktlösung“</i>	<i>641</i>
<i>B. Gesetzliche Vorgaben</i>	<i>645</i>
I. <i>Ex ante</i> -Regulierung	645
II. <i>Ex post</i> -Regulierung	648
1. Teleologische Auflockerung der institutionellen Haftungsbeschränkung	648
a) Die Durchgriffshaftung	650
aa) Insolvenzverschleppungshaftung	651
bb) Insolvenzverursachungshaftung	652
b) Europäische Ansätze einer Durchgriffshaftung	656
2. Insolvenzanfechtung	660
<i>C. Bewertung & Resümee</i>	<i>663</i>
§ 5 Zusammenfassung und Ergebnisse in Thesen	669
Literaturverzeichnis	675
Sachregister	727

Abkürzungsverzeichnis

3. ElektrizitätsbinnenmarktRL	RL 2009/72/EG des EP und des Rates v. 13.7.2009 über gemeinsame Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/54/EG, ABIEU v. 18.4.2009, L 211/55.
4. (Bilanz-)RL 1987	Vierte RL 78/660/EWG des Rates v. 25.7.1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluß von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, ABIEG v. 14.8.1978, L 222/11.
4. (Bilanz-)RL 2003	4. (Bilanz-)RL in der durch die RL 2003/51/EG v. 18.6.2003 geänderten Fassung.
7. (Konzernbilanz-)RL	Siebente RL 83/349/EWG des Rates v. 13.6.1983 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den konsolidierten Abschluß, ABIEG v. 18.7.1983, L 193/1.
ADR	American Depositary Receipts
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	RL 2011/61/EU des EP und des Rates v. 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2003/41/EG und 2009/65/EG und der VO (EG) Nr.1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1.
AIFMD-KOM	Vorschlag für eine Richtlinie des EP und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG, KOM(2009) 207.
AMLD IV	RL (EU) 2015/849 des EP und des Rates v. 20.5.2015 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung, zur Änderung der VO (EU) Nr. 648/2012 des EP und des Rates und zur Aufhebung der RL 2005/60/EG des EP und des Rates und der RL 2006/70/EG der Kommission, ABIEU v. 5.6.2015, L 141/73.
AMLD V	Richtlinie (EU) 2018/843 des EP und des Rates v. 30.5.2018 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2015/849 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung und zur Änderung der Richtlinien 2009/138/EG und 2013/36/EU, ABIEU v. 19.6.2018, L 156/43.
ARRL	RL 2007/36/EG des EP und des Rates v. 11.7.2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABIEU v. 14.7.2007, L 184/17.
Beteiligungs- transparenz-RL 1998	RL 88/627/EWG des Rates v. 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABIEG v. 17.12.1988, L 348/62.

BMR	VO (EU) 2016/1011 des EP und des Rates v. 8.6. 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der RL 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der VO (EU) Nr. 596/2014, ABIEU v. 29.6.2016, L 171/1.
BÜRL	RL 2001/23/EG des Rates v. 12.3.2001 zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Wahrung von Ansprüchen der Arbeitnehmer beim Übergang von Unternehmen, Betrieben oder Unternehmens- oder Betriebsteilen, ABIEG v. 22.3.2001, L 82/16.
CARD	RL 2001/34/EG des EP und des Rates v. 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABIEG v. 6.7.2001, L 184/1
CBMD	RL 2005/56/EG des EP und des Rates v. 26.10.2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten, ABIEU v. 25.11.2005, L 310/1.
COMI	Centre of main interests
CRD III	RL 2010/76/EU des EP und des Rates v. 24.11. 2010 zur Änderung der RL 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik, ABIEU v. 14.12.2010, L 329/3.
CRD IV	RL 2013/36/EU des EP und des Rates v. 26.6.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der RL 2002/87/EG und zur Aufhebung der RL 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABIEU v. 27.6.2013, L 176/338.
CSR-RL	RL 2014/95/EU des EP und des Rates v. 22.10.2014 zur Änderung der RL 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABIEU v. 15.11.2014, L 330/1.
EBR-RL 1994	RL 94/45/EG des Rates v. 22.9.1994 über die Einsetzung eines Europäischen Betriebsrats oder die Schaffung eines Verfahrens zur Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in gemeinschaftsweit operierenden Unternehmen und Unternehmensgruppen, ABIEG v. 30.9.1994, L 254/64.
EBR-RL 2009	RL 2009/38/EG des EP und des Rates v. 6.5.2009 über die Einsetzung eines Europäischen Betriebsrats oder die Schaffung eines Verfahrens zur Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in gemeinschaftsweit operierenden Unternehmen und Unternehmensgruppen, ABIEU v. 16.5.2009, L 122/28.
Einlagensicherungs- RL 1994 (DGSD)	RL 94/19/EG des EP und des Rates v. 30.5.1994 über Einlagensicherungssysteme, ABIEG v. 31.5.1994, L 135/5.
ELTIF-VO	VO (EU) 2015/760 des EP und des Rates v. 29.4.2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABIEU v. 19.5.2015, L 123/98.
EMCA	European Model Company Act
ESMA-VO	VO (EU) Nr. 1095/2010 des EP und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpa-

	pier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABIEU v. 15.12.2010, L 331/84.
EU-Bilanz-RL	RL 2013/34/EU des EP und des Rates v. 26.6.2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der RL 2006/43/EG des EP und des Rates und zur Aufhebung der RL 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABIEU v. 29.6.2013, L 182/19.
EuInsVO 2000	VO (EG) Nr. 1346/2000 des Rates v. 29.5.2000 über Insolvenzverfahren, ABIEG v. 30.6.2000, L 160/1.
EuInsVO 2015	VO (EU) 2015/848 des EP und des Rates v. 20.5.2015 über Insolvenzverfahren (Neufassung), ABIEU v. 5.6.2015, L 141/19.
EuSEF-VO	VO (EU) Nr. 346/2013 des EP und des Rates v. 17.4.2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, ABIEU v. 25.4.2013, L 115/18.
EuVECA-VO	VO (EU) Nr. 345/2013 des EP und des Rates v. 17.4.2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABIEU v. 25.4.2013, L 115/1.
FECG	Forum Europaeum on Company Groups
GesRRL	RL (EU) 2017/1132 des EP und des Rates v. 14.6.2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts (Kodifizierter Text), ABIEU v. 14.6.2017, L 169/46.
Handelsvertreter-RL	RL 86/653/EWG des Rates v. 18.12.1986 zur Koordinierung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten betreffend die selbständigen Handelsvertreter, ABIEG v. 31.12.1986, L 382/17.
IFRS-VO	VO (EG) Nr. 1606/2002 des EP und des Rates v. 19.7.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABIEG v. 11.9.2002, L 243/1.
ISR	Vorschlag für eine Verordnung des EP und des Rates zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Europäischen Union, KOM(2017) 487 endg.
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) v. 4.7.2013, BGBl. I, 1981.
KapRL	Zweite RL 77/91/EWG des Rates v. 13.12.1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Einhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABIEG v. 31.1.1977, L 26/1.
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
LBO	Leveraged buyout
Leerverkaufs-VO	VO (EU) Nr. 236/2012 des EP und des Rates v. 14.3.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABIEU v. 24.3.2012, L 86/1.
MAD II	RL 2014/57/EU des EP und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/179.

MAR	VO (EU) Nr. 596/2014 des EP und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der RL 2003/6/EG des EP und des Rates und der RL 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/1.
Massenentlassungs-RL	RL 98/59/EG des Rates v. 20.7.1998 zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über Massenentlassungen, ABIEG v. 12.8.1998, L 225/16.
MBO	Management buyout
MiFiD I	RL 2004/39/EG des EP und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des EP und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates, ABIEU v. 30.4.2004, L 145/1.
MiFiD II	RL 2014/65/EU D des EP und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der RL 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/349.
OGA	Organismus für gemeinsame Anlagen
OGAW	RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU v. 17.11.2009, L 302/32.
OGAW II	RL 88/220/EWG des Rates v. 22.3.1988 zur Änderung der RL 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) in Bezug auf die Anlagepolitik bestimmter OGAW, ABIEG v. 19.4.1988, L 100/31.
OGAW III-Paket	RL 2001/107/EG des EP und des Rates v. 21.1.2002 zur Änderung der RL 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte, ABIEG v. 13.2.2002, L 41/20 und RL 2001/108/EG des EP und des Rates v. 21.1.2002 zur Änderung der RL 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen der OGAW, ABIEG v. 13.2.2002, L 41/35.
OGAW IV	RL 2009/65/EG des EP und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU v. 17.11.2009.
OGAW V	RL 2014/91/EU des EP und des Rates v. 23.7.2014 zur Änderung der RL 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen, ABIEU v. 28.8.2014, L 257/186.

ProspRL	RL 2003/71/EG des EP und des Rates v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABIEU v. 31.12.2003, L 345/64.
ProspVO	Verordnung (EU) 2017/1129 des EP und des Rates vom 14.7.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABIEU v. 30.6.2017, L 168/12.
PubRL	Erste RL 68/151/EWG des Rates v. 9.3.1968 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABIEG v. 14.3.1968, L 65/8.
Rahmen-RL	RL 2002/14/EG des EP und des Rates v. 11.3.2002 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft, ABIEG v. 23.3.2002, L 80/29.
RPT	Related Party Transactions
SFTR	VO (EU) 2015/2365 des EP und des Rates v. 25.11.2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der VO (EU) Nr. 648/2012, ABIEU v. 23.12.2015, L 337/1.
Solvency II-Richtlinie	RL 2009/138/EG des EP und des Rates v. 25.11.2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABIEU v. 17.12.2009, L 335/1.
SUP	Societas Unius Personae
SUP-RLE	Vorschlag für eine RL des EP und des Rates über Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit einem einzigen Gesellschafter, COM(2014) 212.
TBD	RL 2004/25/EG des EP und des Rates v. 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEU v. 30.4.2004, L 142/12.
TrRL	RL 2004/109/EG des EP und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABIEU v. 31.12.2004, L 390/38.
Unternehmensinsolvenz-RLE	Vorschlag für eine RL des Europäischen Parlaments und des Rates über präventive Restrukturierungsrahmen, die zweite Chance und Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie 2012/30/EU, COM(2016) 723.

Hinsichtlich aller weiteren Abkürzungen wird verwiesen auf *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europ-UR, 6. Aufl. 2018, S. XVIff.

Einleitung und Gang der Untersuchung

“The public be damned.”
William Henry Vanderbilt, 1882

William Henry Vanderbilt, Präsident der New Yorker Eisenbahngesellschaft und seinerzeit einer der vermögendsten und einflussreichsten Männer der Vereinigten Staaten, wurde am 8. Oktober 1882 von einem Reporter auf den „Limited Express“ zwischen New York und Chicago angesprochen. Auf die Aussage *Vanderbilts*, die Strecke wegen fehlender Rentabilität am liebsten schließen zu wollen, wies ihn der Reporter auf die wichtige Funktion dieser Verbindung für die Bevölkerung hin. *Vanderbilt* erwiderte die vorangestellten berühmten vier Worte und löste einen gesellschaftlichen Sturm der Entrüstung aus. Während jener Sachverhalt in seinem Kern die Frage der sozialen Verantwortung von Unternehmen betrifft, so hätten kritische Stimmen den prägnanten Satz *Vanderbilts* mehr als ein Jahrhundert später wohl auch diversen Entscheidungsträgern von Finanzinvestoren zugeschrieben.

Heutzutage sind Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren fester Bestandteil gesellschaftspolitischer Diskussionen. Der insbesondere der Private Equity- und Hedgefonds-Branche entgegengebrachte Vorwurf des „Eigenkapitalraubs“¹ spitzt sich im ähnlich konnotierten Begriff des *Asset Stripping* zu und umfasst die durch einen oder mehrere Gesellschafter ausgelöste Beeinträchtigung des Vermögensbestands einer Zielgesellschaft.² Insbesondere besteht die Befürchtung, dass medienwirksame Einzelfälle der Vergangenheit in Wahrheit weniger eine Ausnahme darstellen, sondern exemplarisch für ein System destruktiver Geschäftspraktiken stehen. So werden der renditeorientierten Gewinnoptimierung egoistische und kurzfristige Ansätze („buy it, strip it, flip it“) vorgeworfen,³ welche destruktive Folgen für das Unternehmen und dessen Stakehol-

¹ U. H. Schneider NZG 2007, 888 ff.

² Dies entweder mittels eines Transfers von Gesellschaftsvermögen auf das Privatvermögen des Gesellschafters oder durch eine rasante Erhöhung des Verschuldungsgrades der Zielgesellschaft, vgl. hierzu S. 9 ff.

³ Müntefering, Vortrag „Freiheit und Verantwortung“ v. 19.11.2004 (abrufbar unter: www.

der hätten. Zurück bleiben – so die Kritik – „hoch verschuldete, unternehmerisch geschwächte, in der Zukunft gefährdete Unternehmen“⁴. Befürworter weisen dagegen auf gestiegene Unternehmenswerte und damit einhergehende positive Entwicklungen für das betroffene Unternehmen und die Volkswirtschaft hin oder führen das Prinzip der schöpferischen Zerstörung an.⁵ Und tatsächlich sind die positiven Effekte des Geschäftsmodells „Private Equity“ nicht von der Hand zu weisen: Denn neben der empirisch belegten Effizienz- und Produktivitätssteigerung⁶ überbrücken die Marktakteure Eigenkapitalengpässe, führen erfolgreiche Restrukturierungen durch, bringen Netzwerke und Expertise in die Zielgesellschaften und regeln in vielen Fällen die gerade in Familienunternehmen problematische Unternehmensnachfolge.

Zwar wird der Vorwurf des Asset Stripping immer wieder mit Finanzinvestoren in Verbindung gebracht, seine Wurzeln findet die dahinterstehende Interessenkollision dagegen fern der Investoreneigenschaft. Derweil ist die erhöhte soziale Relevanz der Gesellschafterstellung offenkundig. Mit der in einer liberalen Wirtschaftsordnung unabdingbaren Ausdehnung des Eigentums von einem physisch-sachbezogenen Begriff auf ein fiktiv-positivrechtliches Verständnis und

franz-muentefering.de/reden/19.11.04.html); U. H. Schneider NZG 2007, 888 ff.; ders. AG 2006, 577 ff.; siehe aus der Presselandschaft etwa: The Guardian „Trade unions attack ‚corporate greed‘ of private equity firms“ v. 26.1.2007 (abrufbar unter: <https://www.theguardian.com/business/2007/jan/26/privateequity.worldeconomicforum>); Bloomberg Businessweek „Buy It, Strip It, Then Flip It“ v. 7.8.2006 (abrufbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2006-08-06/buy-it-strip-it-then-flip-it>); Spiegel „Privat Equity Firms Strip Mine German Firms“ v. 22.12.2006 (abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/international/the-locusts-privat-equity-firms-strip-mine-german-firms-a-456272.html>); Frankfurter Rundschau „Rückkehr der Heuschrecken“ v. 11.4.2018 (abrufbar unter: <https://www.fr.de/wirtschaft/uebernahmen-rueckkehr-der-heuschrecken-a-1483732?GEPc=s5>); Stern „Kaufen, plündern, wegwerfen“ v. 22.9.2008 (abrufbar unter: <https://www.stern.de/wirtschaft/news/heuschrecken-investoren-kaufen-pluendern--wegwerfen-3754228.html>).

⁴ U. H. Schneider NZG 2007, 888, 889.

⁵ Ein dezidiert Aufruf findet sich bei Otto AG 2013, 357 ff. Siehe ferner O'Brien, Private Equity, Corporate Governance and the Dynamics of Capital Market Regulation, 2007, S. 313 ff.; Davis/Haltiwanger/Jarmin et al. NBER Working Paper No. 17399, 2011; Kumpan AG 2007, 461, 470 f.; Taiber in: Haasis/Fischer/Simmert, Mittelstand hat Zukunft, 2007, S. 342; siehe aus der Wirtschaftspresse Manager Magazin „Schöpferische Zerstörung“ v. 23.8.2006 (abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-433243.html>); Welt „Heuschrecken‘ retten heute Unternehmen und finanzieren Start-ups“ v. 18.7.2018 (abrufbar unter: <https://www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article179530444/Private-Equity-Heuschrecken-reten-heute-Unternehmen-und-finanzieren-Start-ups.html>); SZ „Heuschrecken sind herzlich willkommen“ v. 27.9.2013 (abrufbar unter: <https://sz.de/1.1781810>); Spiegel „Gute Heuschrecken, böse Heuschrecken“ v. 31.1.2008 (abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/private-equity-gute-heuschrecken-boese-heuschrecken-a-532147.html>).

⁶ Siehe hierzu die Nachweise ab S. 567.

der damit einhergehenden Schaffung der verfassungsrechtlich geschützten Position des Anteilseigentums werden dem Anteilsinhaber gewisse Mitgliedschaftsrechte in Gestalt von Mitverwaltungs- und Vermögensrechten gewährt, kompensieren sie doch zugleich das der Anteilsinhaberschaft immanente Risiko des Totalverlusts. Doch hat die Ausübung dieser normativen Verfügungsrechte über die eigene Sphäre hinaus auch Auswirkungen auf Dritte, vornehmlich die Gesellschaft selbst, die Minderheitsgesellschafter sowie die Gläubiger, eingeschlossen der in besonderer Weise von der Rentabilität der Gesellschaft abhängigen Arbeitnehmer. Ausgelöst wird der hinter dem Terminus des Asset Stripping vorscheinende Konflikt durch die mit der institutionellen Haftungsbeschränkung in Kapitalgesellschaften eingeführten Asymmetrie zwischen der Verlusttragungs- und der Gewinnverteilungsregel.⁷ Mit ihrem kontinentaleuropäischen Vorreiter im Code de commerce 1807⁸ leistete die institutionelle Haftungsbeschränkung einen bedeutenden Beitrag zum Wirtschaftswachstum des 19. und 20. Jahrhunderts – insbesondere für die Wagnisprojekte im frühen Stadium der industriellen Revolution⁹ – und verhalf der inkorporierten Gesellschaft vollends zum Durchbruch.¹⁰ Ihre Errungenschaften in Form einer Überwindung übermäßig risikoaaversen Verhaltens natürlicher Personen stehen außer Frage,¹¹ sodass ihre Berechtigung trotz früherer Bedenken von ordoliberalen Seite¹² heute nicht mehr bestritten wird.¹³ Ungeachtet dieser Erfolgsgeschichte provoziert die institutionelle Haftungsbeschränkung jedoch auch einen Anreiz zu opportunistischem Verhalten.¹⁴ Denn keinesfalls geht durch die institutionelle Haftungsbeschränkung das unternehmerische Risiko des Gesellschafters unter, sondern verlagert

⁷ Mülbart (2006) 7 EBOR 357, 364; *Tasma*, Leveraged Buyout und Gläubigerschutz, 2012, S. 1.

⁸ Art. 33 (Liv. I Titre III) Code de commerce 1807.

⁹ *Lehmann* ZGR 1986, 345, 353.

¹⁰ *Easterbrook/Fischel* U. Chi. L. Rev. 52 (1985), 89 ff.; *Lehmann* ZGR 1986, 345, 353; *Manne* Va. L. Rev. 53 (1967), 259, 262 ff.; *Jungmann* ZGR 2006, 638, 644. Siehe ausführlich zur Geschichte der institutionellen Haftungsbeschränkung *Bainbridge/Henderson*, Limited Liability, 2016, S. 19 ff.

¹¹ *Bainbridge/Henderson*, Limited Liability, 2016, S. 2, 13 ff.; *Easterbrook/Fischel* U. Chi. L. Rev. 52 (1985), 89, 90 f.; *dies.*, The Economic Structure of Corporate Law, 1998, S. 40 ff.; *Eidenmüller/Engert* GmbH 2005, 433, 434 f.; *Fleischer* ZGR 2001, 1, 18; *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung, 2006, S. 33 f.; *Hirt* ECFR 2004, 71, 73; *Kleindiek* ZGR 2006, 335, 338 f.; *Lehmann* ZGR 1986, 345, 353 f.; *Spindler* JZ 2006, 839, 840; *Teichmann* NJW 2006, 2444, 1445; *Mülbart* (2006) 7 EBOR 357, 364; *Kraakman/Armour* et al., The Anatomy of Corporate Law, 2017, S. 8 f.; *Raiser* ZGR 1995, 156, 165; *Vagts* ZGR 1994, 227, 229.

¹² Siehe etwa *Eucken*, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 7. Aufl. 2004, S. 281.

¹³ *Fleischer* ZGR 2001, 1, 18.

¹⁴ *Eidenmüller* JZ 2001, 1041, 1048 f.; *Eidenmüller/Engert* GmbH 2005, 433, 435; *Engert* ZGR 2004, 813, 822 f.; *Kraakman/Armour* et al., The Anatomy of Corporate Law, 2017,

sich schlichtweg auf die Gläubiger und sonstigen Stakeholder.¹⁵ Während die Gewinne an den Gesellschafter fließen, werden die Verluste im Fall der Insolvenz zulasten all jener Stakeholder sozialisiert, die ein Interesse am Unternehmensfortbestand haben.¹⁶

Doch in welchem Ausmaß darf der Einzelne opportunistische Verhaltensweisen durchsetzen und welche indisponiblen Grenzen setzen die Interessen von Gesellschaft, Minderheitsgesellschaftern, Gläubigern und Belegschaft? Die Antwort auf diese Fragen findet sich in den Grenzen der Ausübung von Verfügungsrechten. Aufgabe der Rechtsordnung und somit zugleich Legitimationsgrundlage der gläubigerschützenden Vorschriften ist folglich die Suche nach einem austarierten System, um die widerstreitenden Interessen in Einklang zu bringen. Eine solche gesetzgeberische Wertung findet sich jedoch nicht nur bei klangvollen – und ohne Zweifel bedeutsamen – „sozialen“ Konstrukten wie dem DCGK, der CSR-RL¹⁷ oder der Arbeitnehmermitbestimmung. Vielmehr sind es gerade tradierte gesellschaftsrechtliche Konzepte wie der Kapitalerhalt, die Bildung von Rücklagen oder das Recht der Insolvenzanfechtung, die mittels normativer Wertentscheidung des Gesetzgebers diesen Konflikt aufzulösen versuchen. Das (vermeintlich) richtige Verhältnis von Markt und Staat¹⁸ bedarf unausweichlich eines dem Normsetzungsprozess vorausgehenden politischen, gar philosophischen Diskurses um die Ausübung von normativ zugeordneten Verfügungsrechten und der damit einhergehenden Verantwortung. Das Augenmerk dieser Arbeit liegt allerdings nicht auf der politischen Glaubensfrage, weshalb sich die Untersuchung auch nicht mit der moralischen Verwerflichkeit („so etwas tut man nicht“)¹⁹ beschäftigt. Vielmehr soll die positivrechtliche Ausgestaltung („so etwas darf man nicht“)²⁰ durch Auslegung, Anwendung und Auswertung der bestehenden Figurenschätze auf Kohärenz durchleuchtet werden.

S. 110 ff.; *Mülbert* (2006) 7 EBOR, 357, 369 f.; *Mülbert/Birke* (2002) 3 EBOR 695, 708 ff.; *Spindler* JZ 2006, 839, 840.

¹⁵ *Bainbridge/Henderson*, Limited Liability, 2016, S. 3; *Easterbrook/Fischel* U. Chi. L. Rev 52 (1985), 89, 91; *Kleindiek* ZGR 2006, 335, 338; *Mülbert* (2006) 7 EBOR 357, 364; *Spindler* JZ 2006, 839, 840; *Teichmann* NJW 2006, 2444; *Vetter* ZGR 2005, 788, 789; einschränkend *Meyer*, Haftungsbeschränkung im Recht der Handelsgesellschaften, 2000, S. 952 ff., 956 ff.

¹⁶ *Bainbridge/Henderson*, Limited Liability, 2016, S. 3; *Jungmann* ZGR 2006, 638, 644; *Mülbert* (2006) 7 EBOR 357, 364; *Tasma*, Leveraged Buyout und Gläubigerschutz, 2012, S. 1.

¹⁷ RL 2014/95/EU des EP und des Rates v. 22.10.2014 zur Änderung der RL 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen, ABIEU v. 15.11.2014, L 330/1.

¹⁸ *Koch*, Neuordnung von Private Equity, in: Möllers/Kloyer, KAGB, 2013, S. 127 Rn. 307.

¹⁹ Vgl. zu den ökonomischen Grundlagen einer freiwilligen Übernahme von sozialer Verantwortung *Schreyögg* AG 2009, 758 ff.

²⁰ Anlehnend an *Semler* FS Hopt, 2010, S. 1391.

Mit Inkrafttreten der AIFMD (Alternative Investment Funds Managers Directive)²¹ am 8.6.2011 führte der Unionsgesetzgeber mit den Art. 26–30 AIFMD ein Sonderübernahmerecht²² für Manager von alternativen Investmentfonds (AIFM) ein, die bei der Übernahme von Zielgesellschaften von nun an einem besonderen Pflichtenkanon unterliegen (sog. Asset-Stripping-Rules)²³. Dass sich während und kurz nach Einführung dieses Sonderübernahmerechts viele kritische Stimmen²⁴ erhoben, muss zunächst nicht beunruhigen – sind effektive Rechtsakte doch oftmals unpopulär. Inwiefern das aus wohlfahrtsökonomischer Perspektive notwendige Wertungselement einer *angemessenen* Chancen- und Risikoverteilung²⁵ vom Unionsgesetzgeber beachtet wurde, bleibt im Laufe dieser Arbeit zu zeigen. Außerhalb des Sturms der Finanzkrise findet sich nun Zeit für einen sachgerechten Diskurs und etwaige Korrekturen. Die Untersuchung der Asset-Stripping-Rules ist aus zwei Gründen besonders spannend: Erstens haben sie eine hoch emotionale politische Debatte in oszillierender Ambivalenz zwischen Anteilseigentum und Sozialbindung in geltendes Recht getragen - schon das allein wäre Grund genug für eine Untersuchung. Zweitens könnten sie eine europäische Tendenz aufzeigen – zum einen im Versuch einer Eindämmung von Asset

²¹ RL 2011/61/EU des EP und des Rates v. 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2003/41/EG und 2009/65/EG und der VO (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1.

²² *Zetzsche* NZG 2012, 1164. Kritisch zu diesem Begriff *Ulrich*, Private Equity (LBO) vor und nach Inkrafttreten des KAGB, 2018, S. 504.

²³ *Heukamp/Beutel* in: Eilers et al., Private Equity, 3. Aufl. 2018, VII. 6. Rn. 38.

²⁴ Siehe etwa die (in ihrer Intensität unterschiedlich ausfallende) Kritik bei *Achleitner* DB 2010, S83 f.; *Bärenz/Steinmüller* in: D/J/K/T, AIFM-RL, 2013, Vor Abschn. 2 Rn. 14, Art. 26 Rn. 11; *Behme* in: Baur/Tappen, InvG, 3. Aufl. 2015, § 289 Rn. 4 ff., 8 f., § 290 Rn. 5, § 292 Rn. 7 ff.; *Burgard/Heimann* WM 2014, 821, 829 f.; *Busby* (2010) 25 J.I.B.L.R. 381, 389; *Busch/van Setten*, The AIFMD, in: Busch/van Setten, AIFs in Europe, 2014, Rn. 1.499; *Clerc*, Acquisition of Non-listed Firms, in: Zetzsche, AIFMD, 2. Aufl. 2015, S. 649, 665; *De Manuel Aramendia/Valiante*, ECMI Commentary No. 26/27 2010, 1, 5; *Ferran* (2011) 12 EBOR 379, 411; *Geibel* in: Derleder/Knops/Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Bd. 2, 3. Aufl. 2017, § 58 Rn. 122; *Jesch* in: M/K/J, KAGB, 2016, § 287 Rn. 22, § 289 Rn. 10; *Jesch/Kohl* in: M/K/J, KAGB, 2016, § 290 Rn. 13, 25; *Krause* in: B/S/V, Investment, 3/18 § 292 KAGB Rn. 1; *Lehne* DB 2010, S81, S82; *Möllers/Harrer/Krüger* WM 2011, 1537, 1541 in Bezug auf die Transparenznormen; *Mülbert/Wilhelm* (2011) 26 B.F.L.R. 187, 219; *Payne* (2011) 12 EBOR 559, 585; *Schaffelhuber* GWR 2011, 488, 490; *Spindler* DB 2010, S85, S86; *Spindler/Tancredi* WM 2011, 1441, 1444 in Fn. 117; *Swoboda* in: W/B/A, KAGB, 2. Aufl. 2017, § 287 Rn. 1, § 292 Rn. 1; *Swoboda/Schatz* in: S/W/J, KapitalbeteiligungsR, 2009, Rn. 141, 145; *van Dam/Mullmaier*, Impact of AIFMD on the Private Equity Industry, in: Zetzsche, AIFMD, 2. Aufl. 2015, S. 704; *Weitnauer* AG 2013, 672, 678; *Wildberger*, Unternehmens Steuern & Recht 2010, S. 20; *Zeppenfeld/v. Jacobs*, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2; *Zetzsche* NZG 2012, 1164, 1170.

²⁵ *Seibt* ZHR 171 (2007), 282, 293.

Stripping, zum anderen in der Sonderbehandlung finanzieller Investoren. Diese Arbeit dient als Anreiz für die politischen Akteure, die Wissenschaft und auch die Vielzahl jener Praktiker, die zu einem großen Teil die Rechtsfortbildung sowie die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Investmentrecht gestalten. Stößt diese Arbeit auf Resonanz, werden ihre Gedanken weiterentwickelt und korrigiert, werden neue Gedanken angeregt oder auch das aufgezeigte Verständnis kritisiert, so ist ihr Sinn und Zweck erfüllt.

Die Untersuchung gliedert sich in fünf Kapitel. Das erste Kapitel widmet sich – als vor die Klammer gezogener Teil – den Erscheinungsformen des Asset Stripping sowie den damit zusammenhängenden im institutionenökonomischen Schrifttum verbreiteten Konzepten. Die Ausführungen ebnen ein für die nachfolgende Arbeit unerlässliches gemeinsames Interpretationsverständnis. Anschließend wird im zweiten Kapitel thematisiert, welchen Schutzrahmen das deutsche (Gesellschafts-)Recht bietet. Anspruch dieses Kapitels ist es nicht, eine auszisierte rechtliche Würdigung sämtlicher möglicher Formen des Asset Stripping in ihrer konkreten Gestalt vorzunehmen. Vielmehr sollen Grundpfeiler herausgearbeitet und die bestehenden Konzepte zum Schutz vor Asset Stripping aufgezeigt werden. Das so gelegte Fundament bildet eine geeignete Grundlage für die spätere Auswertung der europäischen Vorgaben zum Asset Stripping. Im dritten Kapitel, dem Herzstück dieser Arbeit, werden die Asset-Stripping-Rules der Art. 26–30 AIFMD in den Blick genommen. Naturgemäß erfolgt die Untersuchung einer Richtlinie aus europäischer Perspektive. Fernab abstrakter Rechtsauslegung und Prinzipienbildung ist die vorliegende Arbeit jedoch nicht davor gefeit, das Ergebnis der Rechtsauslegung auf unionaler Ebene in seiner Anwendbarkeit auf das deutsche Recht zu überprüfen.²⁶ Die gewonnenen Erkenntnisse geben Anlass für einen im vierten Kapitel vorgenommenen Blick in alternative Regulierungsansätze und Überlegungen *de lege ferenda*. Die Untersuchung schließt in einem fünften Kapitel mit einer Zusammenfassung in Thesen.

²⁶ Siehe zu dieser unausweichlichen Prägung von Normauslegungen durch die „Sozialisati-on des Interpreten“ J. Schmidt, Meilicke, in: Fleischer/Thiessen, Gesellschaftsrechts-Geschichten, 2018, S. 413, 426 f. mit dem illustrativen Fall des italienischen Generalanwalts *Tesauro*, der bezüglich der Vereinbarkeit der Lehre von der verdeckten Sacheinlage mit der KapRL grundsätzlich eine „italienische Sichtweise“ vertrat.

§ 1 Charakteristika des Asset Stripping

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist das Phänomen des sog. Asset Stripping. Dieser wenig griffige Terminus umschreibt den Vorwurf, dass sich die Gesellschafter in unzulässiger Weise von ihrer Position als Residualberechtigte emanzipieren und durch eine Vielzahl opportunistischer Maßnahmen den Vermögensbestand der Zielgesellschaft zulasten der Stakeholder¹ beeinträchtigen oder gar die Existenz der Zielgesellschaft gefährden. Eine genauere Begriffsbestimmung erscheint vorliegend nicht geschuldet. Versteht man diesen Ausdruck nach hier zugrundeliegender Auffassung ohnehin als schwer fassbare Abbeviatur diverser Erscheinungsformen,² ist eine definitorische Eingrenzung schon gar nicht – oder nur mit gravierenden Ungenauigkeiten – möglich. Die detaillierte begriffliche Auseinandersetzung würde nur die Gefahr einer erkenntnislosen Paraphrasierung in sich tragen und dem Phänomen eine Einheitlichkeit unterstellen, die den vielzähligen Erscheinungsformen nicht gerecht wird. Überdies würde sie mangels unmittelbar an die Bezeichnung anknüpfenden Rechtsfolgen auch nichts zu den im Einzelfall vorzunehmenden normativen Werteentscheidungen beizutragen vermögen. Da nur die konkreten Erscheinungsformen und gerade kein allgemeines Störgefühl der Untersuchung einer rechtlichen Werteentscheidung zugänglich sind, sollen im Nachfolgenden vielmehr die jeweiligen Gestalten des Asset Stripping skizziert werden. Sodann erscheint es unerlässlich, auch die institutionenökonomischen Grundlagen des Asset Stripping aufzuzeigen, um den hierin gelagerten Konflikt zu konturieren.

¹ Hierunter sollen all jene Dritten verstanden werden, die mit der Zielgesellschaft in Verbindung treten bzw. ein Interesse an dieser haben, wie etwa Gläubiger, Arbeitnehmer und Lieferanten, vgl. *Timmermanns* RabelsZ 48 (1984), 1, 20.

² Anlehnend an *U. H. Schneider* NZG 2007, 888, der die „Abräumung des Eigenkapitals“ in drei Erscheinungsformen einteilt; siehe auch *Ulrich*, *Private Equity (LBO)* vor und nach Inkrafttreten des KAGB, 2018, S. 52 („Gefahr kann sich bei einer Reihe an Maßnahmen verwirklichen“) und S. 563 (Terminus nicht „ohne Weiteres zugänglich“). Eine a. A. deutet sich bei *Mittendorfer*, *Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung*, 2007, S. 166 an, der Asset Stripping lediglich als die Veräußerung nicht betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände versteht; so auch *Jaskolski/Grüber* CFL 2010, 188, 190.

A. Erscheinungsformen

I. Transfer von Gesellschaftsvermögen

Das soeben angedeutete opportunistische Motiv kann zunächst durch den unmittelbaren Transfer von Vermögen aus der Zielgesellschaft an den Gesellschafter erfolgen. Hierfür eröffnen sich zwei gangbare Alternativen: die offene Ausschüttung von Kapital in Form einer Superdividende (vgl. 1.) sowie die verdeckte Ausschüttung von Kapital in Form von Related Party Transactions (vgl. 2.).

1. Superdividenden

Eine gängige Rekapitalisierungsmaßnahme¹ die in der Diskussion um Asset Stripping eine besondere Rolle einnimmt, ist die Ausschüttung von Superdividenden zeitnah nach der Akquisition.² Bei einer Superdividende werden nicht nur durch das operative Geschäft erwirtschaftete Mittel ausgeschüttet, sondern auch solche, die ursprünglich nicht zur Ausschüttung vorgesehen waren und durch außergewöhnliche Faktoren erzielt wurden.³ Hierfür bedient man sich nach der Übernahme eigenkapitalstarker Unternehmen ertragswirksamer Sondereffekte.⁴ So schaffen die Auflösung bzw. Neubewertung von Rücklagen sowie Rückstellungen⁵, die

¹ Siehe hierzu *Heukamp/Beutel* in: Eilers et al., *Private Equity*, 3. Aufl. 2018, VII. 6. Rn. 1.

² *Boxberger* in: D/J/K/T, AIFM-RL, 2013, Art. 30 Rn. 5; *Eidenmüller* ZHR 171 (2007), 644 ff.; *Habersack* FS K. Schmidt, 2009, S. 523 ff.; *Jaskolski/Grüber* CFL 2010, 188, 190; *U.H. Schneider* AG 2006, 577, 580; *Schnorbus/Plassmann* ZGR 2015, 446 ff.; *Jesch/Kohl* in: M/K/J, KAGB, 2016, § 292 Rn. 8.

³ *Habersack* FS K. Schmidt, 2009, S. 523, 524 f.; *Schnorbus/Plassmann* ZGR 2015, 446; *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, 2012, S. 95. Siehe ferner *Eidenmüller* ZHR 171 (2007), 644, 647.

⁴ Siehe hierzu *Hennrichs/Pöschke* in: MüKoAktG, 4. Aufl. 2018, AktG § 174 Rn. 13; *Schnorbus/Plassmann* ZGR 2015, 446, 448.

⁵ *Baums*, Unternehmensfinanzierung, 2017, § 18 Rn. 5; *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010, S. 94 ff.; *Habersack* FS K. Schmidt, 2009, S. 523, 525; *Hennrichs/Pöschke* in: MüKoAktG, 4. Aufl. 2018, AktG § 174 Rn. 13; *Hüffer/Koch*, 13. Aufl. 2018, AktG § 174 Rn. 2; *Riegger* ZGR 2008, 233, 235 f.; *U.H. Schneider* NZG 2007, 888; *Schnorbus/Plassmann* ZGR 2015, 446, 448, 466 f.; *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und

Ausübung bilanzpolitischer Wahlrechte⁶ sowie die Realisierung stiller Reserven⁷ durch Sale-and-Lease-Back Gestaltungen oder die konzerninterne Umschichtung von Aktiva mit anschließender Neubewertung einen außerordentlichen Ertrag, der sich im handelsbilanziellen Jahresüberschuss und somit auch im ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn niederschlägt.⁸ Möglich ist ebenso die Durchführung rigider Kostensenkungsmaßnahmen wie die Einstellung von Forschung und Entwicklung sowie der Verzicht auf Investitionen,⁹ der Verkauf von Vermögensgegenständen¹⁰ sowie die Hebung von durch den Konglomerateabschlag¹¹ verborgenen Werten mittels der Veräußerung ganzer Unternehmensteile des Unternehmens.¹² Auch hier ist die dahinterstehende Idee, dass die Aufhebung der „Kapitalbindung“¹³ von Aktivvermögen frei verfügbare liquide Mittel schafft.¹⁴ Zum Teil werden diese Mittel genutzt, um sie für die Entschuldung der Zielgesellschaft zu verwenden.¹⁵ Oftmals werden sie jedoch an die Gesellschafter ausgeschüttet und ermöglichen damit eine teilweise Rückzahlung des eingesetzten Kapitals bereits während der

Hedgefonds, 2012, S. 95; *Ulrich*, Private Equity (LBO) vor und nach Inkrafttreten des KAGB, 2018, S. 52.

⁶ So kann eine dementsprechende Ausübung des Ermessens bei Schätzungs- und Ermessensreserven genutzt werden, um den Jahresgewinn und damit auch den ausschüttbaren Betrag zu erhöhen, vgl. *Baums*, Unternehmensfinanzierung, 2017, § 18 Rn. 6, 9 f.

⁷ *Baums*, Unternehmensfinanzierung, 2017, § 20 Rn. 12 ff.; *Habersack* FS K. Schmidt, 2009, 523 525; *Heukamp/Beutel* in: Eilers et al., Private Equity, 3. Aufl. 2018, VII. 6. Rn. 22 ff.; *U. H. Schneider* NZG 2007, 888; *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, 2012, S. 96.

⁸ *Boxberger* in: D/J/K/T, AIFM-RL, 2013, Art. 30 Rn. 5; *Heukamp/Beutel* in: Eilers et al., Private Equity, 3. Aufl. 2018, VII. 6. Rn. 16; *Krause* in: B/S/V, Investment, 3/18 § 292 KAGB Rn. 2; *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, 2012, S. 95 f.

⁹ *U. H. Schneider* NZG 2007, 888, 893.

¹⁰ Veräußert werden oftmals auch (Betriebs-)Grundstücke, vgl. *Appelbaum/Batt*, Private Equity at Work, 2014, S. 282.

¹¹ Der Konglomerateabschlag berücksichtigt den Umstand, dass die Summe der einzelnen Unternehmensteile eines Mischkonzerns höher bewertet werden als das zusammengefasste Unternehmen, vgl. *Brass*, Hedgefonds als aktive Investoren, 2010, S. 97.

¹² *Boxberger* in: D/J/K/T, AIFM-RL, 2013, Art. 30 Rn. 5; *Ebenroth/Daum* DB 1991, 1105; *Jeppsen/Møller* JFC Vol. 18 (2011), 32, 33; *Krause* in: B/S/V, Investment, 3/18 § 292 KAGB Rn. 2; *Mittendorfer*, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung, 2007, S. 166 f.; *U. H. Schneider* NZG 2007, 888.

¹³ Anlage- und Umlaufvermögen „binden“ insofern Geld, als erst mit Veräußerung der Vermögensgegenstände der Veräußerungserlös zur freien Verfügung steht, vgl. *Baums*, Unternehmensfinanzierung, 2017, § 20 Rn. 2.

¹⁴ Siehe hierzu *Baums*, Unternehmensfinanzierung, 2017, § 20 Rn. 3.

¹⁵ *Mittendorfer*, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung, 2007, S. 167. Siehe hierzu etwa das Beispiel der Übernahme von A.T.U durch Doughty Hanson im Jahr 2002, vgl. *PSE*, Hedgefonds und private equity – a critical analysis, 2007, S. 191.

Sachregister

- Acting in concert 190 ff., 194 ff., 227 f.,
240 f., 519, 586
AIF 62, 84 ff.
AIFM 77 ff.
Analogieverbot 69 ff.
Anlegerschutz 63 f.
Anteilseigner 262 f., 299 ff.
Anzeigefrist 328 f.
Arbeitnehmersvertretung 274, 306 ff.
Asset Deal 188
Asset Stripping 7 ff.
Aufsichtsbehörde 138, 514 ff.
Aufsichtsrechtliches Einschreiten 522 ff.,
525 ff.
Ausschüttung 392 ff.
- BaFin 77, 138
Bemühenspflicht 310 ff., 363, 493 ff.
Beratervertrag 30, 196, 338 f., 422
Beteiligungstransparenz 173 f., 259, 301
Beteiligungsverwaltende Holding 109 ff.
Bilanztest 441 ff.
Blind-Pool-Fonds 126 f.
Bonitätsprognose 413 f., 417
Börsennotiertes Unternehmen 225 ff.
Business Angels 238
- Club Deals 98 f.
- Delegation 143, 509 f.
Deliktische Haftung 536 ff., 545 ff.
Delisting 228 f.
Durchgriffshaftung 648 ff.
- Einziehung von Anteilen 475 f.
ELTIF 135 f.
Emittent 225 ff.
Ersuchungspflicht 311
ESMA 72 f.
- EuSEF 135 f.
EuVECA 135 f.
Existenzvernichtungshaftung 37 ff., 648 ff.
- Faktischer Konzern 36 f.
Financial assistance 31 f., 407 f.
Financial covenants 14, 642 ff.
Funktionsdualismus 254 ff.
- Gegennorm 86 ff.
Gentlemen's Agreements 197 ff.
Genussrechte 96 f.
Gesinnungswandel 453 f.
Gewinn- und Verlustrechnungstest 455 ff.
Gewinnverwendung 40, 43 f., 461
Gewinnverwendungsbeschluss 40 f., 43 f.,
461 f.
Gezeichnetes Kapital 444 ff.
Gold plating 159
- Harmonisierungsgrad 66 f., 157 ff.
Hidden ownership 177 ff.
Homo oeconomicus 17 f.
- IFRS 438 ff.
Immobilienzweckgesellschaft 232 f.
Individualpublizität 248 f.
Informationsanspruch 285 ff., 550
Informationsasymmetrien 25 f.
Informationsfluss 290 ff.
Informationsverweigerung 272 f., 276 f.
Informationsweitergabe 293 ff.
Insolvenzanfechtung 660 ff.
Insolvenzverschleppungshaftung 651 f.
Insolvenzverursachungshaftung 652 ff.
Interessenkonflikt 333 ff.
Interimsausschüttungen 459 ff.
Investorentypik 559 ff.

- Jahresbericht 359 ff.
 Joint Venture 97 f.
 Juristische Person 78 ff.
- Kapitalerhalt 29 ff., 388 ff.
 Kapitalherabsetzung 468 ff.
 Kleine AIFM 132 ff.
 KMU 233 ff., 557 f.
 Kompetenztitel 613 ff.
 Konglomerateabschlag 10
 Kontrollverlust 487 f.
 Konzernprivileg 33, 130 ff., 425 ff.
- Lamfalussy-Verfahren 60
 LBO 13 ff., 31 f., 39, 42, 396, 404 ff., 417
 Level playing field 574 ff.
 Leverage 146
 Leveraged Buyout *siehe* LBO
 Leverage-Effekt 14, 563 f.
 Limitation language 462 f.
 Look-through Ansatz 124, 229 ff.
- Marktlösung 641 ff.
 Materieller Fondsbegriff 61 f., 583 f.
 MBO 12
 MMF 136
 Multi Family Office 118 f.
- Naming and shaming 516 f.
 Nettoaktivvermögen 443 f.
 Nicht börsennotiertes Unternehmen 164 ff.
- Öffnungsklausel 157 ff.
 OGAW 56 f., 62, 79 f., 88, 130, 164 ff.
- Partnerunternehmen 235 f.
 Portfoliomanagement 81 f.
 Principal-agent-conflict 19 ff., 100 f., 352, 358, 555
 Privatrechtliche Durchsetzung 531 ff.
 Prognose 346, 367 ff., 370, 371 ff.
 Property Rights 18 f.
- Rechtsformspezifität 499 ff.
 Redeemable shares 473 ff.
 Registereinsicht 301 ff.
- Related Party Transactions *siehe* RPT
 Restriktive Auslegung 69 ff.
 Risikomanagement 81 f.
 RPT 11 ff., 27 ff., 46 f., 339, 422 f.
 Rückerwerbbarer Aktien 473 ff.
 Rücklagen 447 ff.
- Sachdividende 458
 Sanktionen 514 ff.
 Sicherheitenstellung 27 ff., 404 ff.
 Single Family Office 116 ff.
 Staatsfond 121 f.
 Stille Reserven 30, 402 ff., 430 f., 447
 Stimmbindung 185 f., 196 f., 503 ff.
 Stimmrecht 171 ff.
 Stimmrechtspool 90, 92, 196
 Stimmrechtsschwelle 168
 Stimmrechtsverlust 542 f.
 Stimmrechtszurechnung 189 ff.
 Superdividende 9 ff., 40 f., 44, 46, 492
 Systemisches Risiko 64 f.
- Theorie des Marktversagens 24 ff.
 Transparenz 243 ff.
 Transparenzpflichten 243 ff.
 Transparenzregister 304 f.
 Treuepflicht 39 ff.
 Trihotel 38
- Überwachungspflicht 508
 Umsetzungsspielraum 66 f.
 Unternehmensbegriff 164 ff.
- Verbundene Unternehmen 235 f.
 Verdeckte Ausschüttung 397 ff.
 Verfügungsgeschäft 173 ff.
 Verlautbarungen 72 ff., 77
 Verpflichtungsgeschäft 173 ff.
 Vertragskonzern 32 ff., 290 f., 292, 427, 508
 Vertrauliche Informationen 267 ff.
 Vertraulichkeitsverpflichtung 271 f., 274 f.
 Verwahrstelle 144 f.
 Vorabausschüttung 458 f.
- Zuständigkeitsspaltung 586 ff.