

Inhaltsübersicht

A.	Einleitung, Problemstellung und Überblick über die Hauptergebnisse	25
I.	Die politische Kontroverse über Private Equity	25
II.	Problemstellung und Ziel des Gutachtens	27
III.	Begriffliche Abgrenzungen und thematische Eingrenzung	29
IV.	Aufbau und Hauptergebnisse des Gutachtens	32
B.	Faktische und institutionelle Grundlagen	36
I.	Zielsetzung und Aufbau des Kapitels	36
II.	Struktur und Größe des Private-Equity-Marktes	38
III.	Strukturen und Verhaltensweisen von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds	48
IV.	Wirkungen von Private Equity auf die betroffenen Unternehmen	63
V.	Ertrag und Risiko: Private-Equity-Fonds und aktivistische Hedgefonds aus der Sicht von Investoren	68
VI.	Zusammenfassung	74
C.	Private Equity, Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance	76
I.	Zielsetzung und Aufbau des Kapitels	76
II.	Die Veränderung der Kapitalstruktur	77
III.	Die Veränderung der Ausschüttungspolitik	97
IV.	Die Veränderung der Corporate Governance	110
V.	Fazit und ökonomische Gesamtwertung	135

D. Rechtliche Rahmenbedingungen	139
I. Gläubiger	139
II. Arbeitnehmer	203
III. Anleger und Gesellschafter	240
IV. Aufsicht über Finanzinvestoren	297
V. Zusammenfassung zu Kapitel D	301
E. Rechtspolitische Optionen	303
Überblick	303
I. Gesellschaftsrecht	304
II. Kapitalmarktrecht	316
III. Arbeitnehmer	326
Literaturverzeichnis	331

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
A. Einleitung, Problemstellung und Überblick über die Hauptergebnisse	25
I. Die politische Kontroverse über Private Equity	25
II. Problemstellung und Ziel des Gutachtens	27
III. Begriffliche Abgrenzungen und thematische Eingrenzung	29
IV. Aufbau und Hauptergebnisse des Gutachtens	32
B. Faktische und institutionelle Grundlagen	36
I. Zielsetzung und Aufbau des Kapitels	36
II. Struktur und Größe des Private-Equity-Marktes	38
1. Private Equity in Deutschland	38
2. Private Equity in Europa	42
3. Private Equity in den USA und weltweit	45
4. Aktivistische Hedgefonds	47
III. Strukturen und Verhaltensweisen von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds	48
1. Die institutionellen Strukturen	48
2. Das Zusammenspiel von Private Equity mit Banken und anderen Finanzinstitutionen	52
3. Die Geschäftsmodelle von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds	55
a) Gemeinsamkeiten der Geschäftsmodelle der beiden Formen aktiver Finanzinvestoren	55
b) Das Geschäftsmodell von Private-Equity-Gesellschaften	57
c) Das Geschäftsmodell aktivistischer Hedgefonds	60
IV. Wirkungen von Private Equity auf die betroffenen Unternehmen	63

1. Methodische Probleme der Messung von Wirkungen	63
2. Die Befunde über die Wirkungen von Private Equity im Überblick	64
3. Implikationen	67
V. Ertrag und Risiko: Private-Equity-Fonds und aktivistische Hedgefonds aus der Sicht von Investoren	68
1. Rendite und Risiko von Private Equity	68
2. Rendite und Risiko von aktivistischen Hedgefonds	72
VI. Zusammenfassung	74
C. Private Equity, Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance	76
I. Zielsetzung und Aufbau des Kapitels	76
II. Die Veränderung der Kapitalstruktur	77
1. Definitionen und Abgrenzungen	77
2. »Leverage« oder die Wirkungen steigender Verschuldung	78
3. Die »traditionelle These« und ihre Implikationen	82
4. Die »neoklassische« Gegenthese von der Irrelevanz der Kapitalstruktur	84
5. Mögliche Gründe für die Relevanz der Kapitalstruktur	88
6. Einordnung und Beurteilung der relevanten Praktiken von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds	91
III. Die Veränderung der Ausschüttungspolitik	97
1. Definitionen und Abgrenzungen	97
2. »Rekapitalisierungen« als fragwürdige Private-Equity-Praxis	97
3. Die »traditionelle These« zur optimalen Ausschüttungspolitik	100
4. Die »neoklassische« Gegenthese von der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik	101
5. Der Zusammenhang zwischen Liquidität und Investitionstätigkeit	103
6. Einordnung und Beurteilung der relevanten Praktiken von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds	105
IV. Die Veränderung der Corporate Governance	110

1. Definitionen und Abgrenzungen	110
2. Das angelsächsische Modell der Corporate Governance	112
3. Das Gegenmodell der stakeholder-orientierten Corporate Governance	117
a) Die Grundstruktur	117
b) Kontroll- und Einflussrechte für Stakeholder	121
c) Corporate Governance und Unternehmensformen	125
4. Einordnung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds in den Zusammenhang der Corporate Governance	128
a) Private-Equity-Gesellschaften und aktivistische Hedgefonds als Akteure in der Corporate Governance	128
b) Private-Equity-Gesellschaften und aktivistische Hedgefonds und das angelsächsische Standardmodell der Corporate Governance	129
c) Private-Equity-Gesellschaften und aktivistische Hedgefonds und das stakeholder-orientierte Modell der Corporate Governance	131
V. Fazit und ökonomische Gesamtwertung	135
 D. Rechtliche Rahmenbedingungen	 139
I. Gläubiger	139
1. Finanzierungsstrategien	139
2. Kapitalerhaltung in der unabhängigen Gesellschaft	143
a) Kapitalerhaltungsgrundsatz bei der unabhängigen GmbH, § 30 I GmbHG	144
(1) Überblick	144
(2) Sonderausschüttungen und verbotene Auszahlungen	145
(3) Kreditgewährung an Gesellschafter (sog. upstream loans) als Auszahlung	145
(a) Überblick	145
(b) Das sog. Novemberurteil des BGH (2003)	146
(c) Geplante Änderungen durch das MoMiG	148
(4) Besicherung von Forderungen als Auszahlung	151
(a) Die Besicherung einer Forderung eines Dritten gegen den Gesellschafter	151
(b) Zeitpunkt und Zulässigkeit der Sicherheitenstellung	152

(c) Geplante Änderungen durch das MoMiG und Folgen	154
(5) Austauschgeschäfte zwischen Ziel-GmbH und Akquisitionsgesellschaft als verbotene Auszahlung	154
(6) Zusammenfassung	155
b) Kapitalbindung und Financial Assistance bei der unabhängigen AG, §§ 57, 71a AktG	156
(1) Kapitalbindung	156
(a) Das geltende Recht	156
(b) Die Ausreichung eines Darlehens und die Leistung einer Sicherheit	156
(c) Austauschgeschäfte mit der Zielgesellschaft	157
(d) Ausschüttung von Sonderdividenden (Sonderausschüttungen)	157
(e) Geplante Änderungen durch das MoMiG	158
(2) § 71a AktG (»Financial assistance«)	159
(a) Überblick	159
(b) Verhältnis zu § 57 AktG	161
(c) Zeitpunkt der Unterstützungshandlung	161
(d) Unterstützungshandlung nach einer Verschmelzung	162
(e) Rechtsfolge	164
(f) Rechtsvergleichender Blick: Financial Assistance in UK und USA	165
(3) Anwendung auf den Leveraged Buy Out	167
(a) Kreditgewährung als verbotene Unterstützung	167
(b) Besicherung als verbotene Unterstützung	170
(c) Austauschgeschäfte zwischen Ziel-AG und Akquisitionsgesellschaft als verbotene Unterstützung	171
(4) Zusammenfassung	172
c) Kapitalerhaltung bei der unabhängigen KG	173
3. Kapitalerhaltungsgrundsatz bei verbundenen Unternehmen	174
a) Die abhängige Aktiengesellschaft, §§ 291 ff. AktG	174
(1) Vertragskonzern	174
(a) Verhältnis des Konzernrechts zu allgemeinen Kapitalbindungsnormen	174
(b) Aufgrund eines Beherrschungsvertrags erbrachte Leistung	175
(2) Faktischer Konzern	177
(a) Abhängigkeitsverhältnis	177
(b) Veranlassung und Nachteil	179
(c) Anwendbarkeit des § 71a AktG	181
(3) Anwendung auf den Leveraged Buy Out	182

(a) Beherrschungsvertrag	182
(b) Faktischer Konzern	183
(4) Zusammenfassung	184
b) Die abhängige GmbH	185
(1) Vertragskonzern	185
(a) Analogie des § 291 III AktG	185
(b) Kreditgewährungen, Besicherungen und Austauschgeschäfte im Rahmen des Leveraged Buy Out	187
(2) Faktischer Konzern	187
(a) Grundlagen	187
(b) Auszahlung an Gesellschafter	188
(c) Auszahlung an Dritte (mehrstufiger Konzern)	190
(d) Kreditgewährungen, Besicherungen und Austauschgeschäfte im Rahmen des Leveraged Buy Out in einem faktischen GmbH-Konzern	193
(e) Besicherung im Rahmen des Leveraged Buy Out als verbotene Auszahlung	194
(3) Zusammenfassung	195
4. Existenzvernichtender Eingriff	195
5. Grenzüberschreitende Aspekte	200
6. Zusammenfassung	201
II. Arbeitnehmer	203
1. Individualarbeitsrechtliche Schutzvorschriften	204
a) Kündigungsschutz	204
(1) Überblick	204
(2) Betriebsbedingte Kündigung	205
(3) Betriebliches Erfordernis	206
(a) Auftragsmangel bzw. Umsatzrückgang	206
(b) Betriebsstilllegung	206
(c) Rationalisierungsmaßnahmen	207
(d) Betriebsübergang	209
(e) Insolvenz	209
(4) Sozialauswahl	209
(5) Keine anderweitige Beschäftigungsmöglichkeit	210
(6) Dringlichkeit des betrieblichen Erfordernisses	211
b) Insolvenz	212
(1) Kündigungsschutz	212
(2) Schadensersatzanspruch des § 113 S. 3 InsO	214
c) Zusammenfassung	214
2. Mitbestimmung	215

a)	Unternehmerische Mitbestimmung	215
(1)	Überblick	215
(2)	Aktiengesellschaft	218
(a)	Einsichts- und Prüfungsrecht, § 111 II AktG	218
(b)	Zustimmungsvorbehalte, § 111 IV AktG	220
(3)	GmbH	222
b)	Betriebsverfassungsrechtliche Mitbestimmung	223
(1)	Unterrichtungs- und Beratungsrechte	223
(a)	Personalplanung	224
(2)	Unterrichtsrecht über wirtschaftliche Angelegenheiten gemäß § 106 BetrVG	226
(3)	Geplante Betriebsänderungen (§ 111 BetrVG)	229
(4)	Interessenausgleich und Recht auf Vermittlung (§ 112 BetrVG)	232
(a)	Interessenausgleich (§ 112 BetrVG)	232
(b)	Sozialplan	233
(c)	Scheitern der (innerbetrieblichen) Interessen- ausgleichsverhandlungen oder der Einigung über den Sozialplan	234
(d)	Beschleunigungen in der Insolvenz	234
(5)	Recht auf Nachteilsausgleich gemäß § 113 BetrVG	235
(6)	Anspruch des Betriebsrats auf Unterlassung einer Betriebsänderung	236
c)	Kollektivvertragliche Mitbestimmung	237
d)	Zusammenfassung	238
3.	Ergebnis	240
III.	Anleger und Gesellschafter	240
1.	Mitteilungspflichten des § 21 WpHG	241
a)	Überblick	241
b)	Normadressat	242
(1)	Pflichtiger nach WpHG	242
(2)	Ausnahme: Geltungsbereich des Investmentgesetzes	243
c)	Meldeschwelle	244
d)	Acting in Concert	245
(1)	Vereinbarung und Abstimmung in sonstiger Weise	245
(2)	Inhalt der Vereinbarung oder Abstimmung	247
(3)	Keine Abstimmung in Einzelfällen	249
(4)	Beweislast	250
(5)	Rechtsfolge des Acting in Concert	252
2.	Pflicht zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Übernahmeangebots gemäß § 35 I und II WpÜG	253
a)	Normadressat	253

b)	Erlangung der Kontrolle an der Zielgesellschaft	254
c)	Acting in concert	255
(1)	Vereinbarung und Abstimmung in sonstiger Weise	256
(2)	Inhalt der Vereinbarung oder Abstimmung in sonstiger Weise	256
(3)	Keine Abstimmung in Einzelfällen	258
(4)	Beweislast	259
(5)	Rechtsfolge des Acting in Concert	259
3.	Information der Aktionäre bzw. Gesellschafter	261
a)	Informationsrechte des AktG	261
b)	Informationsrechte des GmbHG	265
4.	Verhinderung von Zufallsmehrheiten	266
a)	Stimmrechtsbeschränkungen	267
b)	Präsenzboni	268
5.	Schranken des Einflusses auf die Gesellschaft	269
a)	Verbot des schädigenden Einflusses (§ 117 AktG)	269
b)	Verletzung der Treuepflicht	274
(1)	Anspruchsinhaber (Aktivlegitimation)	274
(2)	Anspruchsgegner (Passivlegitimation)	274
(3)	Treuepflicht	276
(4)	Folgen einer treuwidrigen Stimmabgabe	281
(5)	Verschulden	282
(6)	Zusammenfassung zur Treuepflicht als Schranke	283
6.	Zahlungen an Manager	283
a)	Vergütungen durch Dritte und drittbezogene Vergütungen (Aktienoptionen)	284
b)	Zahlungen in Übernahme-situationen	285
(1)	Verbot von Zahlungen, § 33 III WpÜG	285
(2)	Strafrechtliche Verbote	286
(3)	Gesellschaftsrechtliche Verbote und Sanktionen	288
(a)	Schadensersatz (§ 93 AktG, § 43 GmbHG)	288
(b)	Abberufung / Kündigung	290
(4)	Öffentlich-rechtliche Sanktionsmöglichkeiten	291
c)	Angemessenheit der Vorstandsbezüge i. S. des § 87 AktG	291
d)	Change of Control	293
e)	Rechtsfolge der Unangemessenheit des § 87 AktG	294
f)	GmbH-Geschäftsführer	295
7.	Grenzüberschreitende Aspekte	295
8.	Zusammenfassung	296

IV. Aufsicht über Finanzinvestoren	297
1. Deutschland	297
2. USA	299
3. UK	301
V. Zusammenfassung zu Kapitel D	301
E. Rechtspolitische Optionen	303
Überblick	303
I. Gesellschaftsrecht	304
1. Gläubigerschutz	304
a) Financial Assistance	304
b) Insolvenzverschleppungshaftung	307
2. Gemeinschaftliche Einflussnahme auf die Gesellschaft	310
a) Acting in Concert	310
b) Steigerung der Hauptversammlungspräsenz	312
3. Einflussnahmen auf Organmitglieder durch unmittelbare Vergünstigungen	313
a) Strafrechtliche Sanktionsmöglichkeiten	314
b) Zivilrechtliche Sanktionsmöglichkeiten	315
II. Kapitalmarktrecht	316
1. Erweiterung des acting in concert?	316
2. Übernahmeangebote	320
3. Investorerkklärungen	322
4. Verbesserung der Transparenz	325
III. Arbeitnehmer	326
1. Investorerklärung	326
2. Unternehmerische Mitbestimmung	329
3. Individualarbeitsrecht: Ausweitung der Konzernzurechnung	330
Literaturverzeichnis	331