

**VERGÜTUNG UND INTERESSENGLEICHLAUF  
IN ALTERNATIVEN INVESTMENTFONDS**

Eine rechtsökonomische Untersuchung der Regulierung  
durch AIFM-Richtlinie und Kapitalanlagegesetzbuch

Inaugural-Dissertation  
zur Erlangung der Doktorwürde  
der Juristischen Fakultät  
der Eberhard Karls Universität Tübingen  
vorgelegt von

Tobias Joachim Wohlfarth  
aus Frankfurt am Main

2018

TOBIAS-lib

Dekan: Prof. Dr. Stefan Thomas

1. Berichterstatter: Prof. Dr. Jens-Hinrich Binder, LL.M. (London)

2. Berichterstatter: Jun.-Prof. Dr. Jan Riepe

Tag der mündlichen Prüfung: 27. Juni 2017

MEINEN ELTERN UND RACHEL

## VORWORT

Diese Arbeit wurde im Sommersemester 2017 von der Juristischen Fakultät der Eberhard Karls Universität Tübingen als Dissertation angenommen. Vor ihrer Publikation konnten Gesetzesänderungen, Verwaltungsverlautbarungen und Publikationen bis Dezember 2017 berücksichtigt werden. Eingang fanden insbesondere Änderungen aufgrund des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes vom 23. Juni 2017 und der überarbeiteten Institutsvergütungsverordnung vom 25. Juli 2017.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Dr. Jens-Hinrich Binder, der die Betreuung der Arbeit in einer kritischen Phase übernahm und hervorragend begleitete. Seine konstruktive Betreuung durch eine enge strukturelle und inhaltliche Orientierung erwiesen sich auch im Rahmen der Tübinger Doktorandenseminare als überaus wertvoll. Ihm möchte ich für die rasche Erstellung des juristischen Erstgutachtens danken. Herrn Jun.-Prof. Dr. Jan Riepe danke ich für die Erstellung des ökonomischen Zweitgutachtens.

Thema und Ansatz der Arbeit entsprangen eigenen Interessen. Gleichwohl gebührt einer Vielzahl von Gesprächspartnern aus juristischer und ökonomischer Forschung sowie aus rechtsberatender, aufsichtlicher und kapitalverwaltender Praxis großer Dank. Ohne die zahlreichen erhellenden Fachgespräche auf Tagungen, Konferenzen und im persönlichen Austausch hätte sich mir der für die Arbeit nötige Hintergrund nie in dem gebotenen Maße erschlossen. Verbunden bin ich darüber hinaus zahlreichen Wegbegleitern für den fruchtbaren Austausch und die Durchsicht von Entwürfen und Manuskripten. Ihnen allen sei an dieser Stelle mit Nachdruck gedankt.

Von ganzem Herzen möchte ich mich schließlich für die fortwährende und bedingungslose Unterstützung bei meinen Eltern sowie für den liebevollen Zuspruch, den Rückhalt und die Diskussionsfreude bei meiner Partnerin Rachel Wünsch bedanken.

Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im März 2018

Tobias Wohlfarth

## INHALTSÜBERSICHT

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>VIII</b>
<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
I.    Anlass und Gegenstand der Untersuchung.....	1
II.   Gang und Methodik der Untersuchung .....	5
<b>Kapitel 1: Grundlagen .....</b>	<b>8</b>
I.    Alternative Investmentfonds im Überblick .....	8
II.   Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds .....	14
III.  Zusammenfassung .....	28
<b>Kapitel 2: Vergütungsinduziertes Risikohandeln und Regulierungsauftrag .....</b>	<b>30</b>
I.    Regulierungstheoretische Einordnung der AIFM-RL .....	30
II.   Vergütungsanreize und Risiken in alternativen Investmentfonds .....	59
III.  Einordnung und Bewertung.....	81
<b>Kapitel 3: Untersuchung der Regulierungsvorgaben.....</b>	<b>95</b>
I.    Europäische und nationale Rechtsquellen des Kapitalanlagerechts.....	95
II.   Vergütungsregulierung im Finanzsektor .....	171
III.  Vergütungssysteme in Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	184
IV.  Schlussbetrachtung und Fazit.....	274
V.    Schaubild Fondsstruktur.....	279
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>280</b>
A.    Allgemeine Literatur .....	280
B.    Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien .....	338

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>VIII</b>
<b>Einleitung</b> .....	<b>1</b>
I. Anlass und Gegenstand der Untersuchung .....	1
II. Gang und Methodik der Untersuchung .....	5
<b>Kapitel 1: Grundlagen</b> .....	<b>8</b>
I. Alternative Investmentfonds im Überblick .....	8
1. Marktumfeld und Marktakteure .....	8
2. Hedgefonds .....	11
3. Private Equity .....	12
4. Alternative Investmentfonds im Übrigen .....	13
II. Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds .....	14
1. Zentrale Vergütungsparameter .....	14
a) Fondsstruktur und Vergütungskomponenten .....	14
b) Vertriebsbezogene Vergütungen und Dachfonds .....	17
2. Hedgefonds .....	19
a) Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen .....	19
b) Liquiditätssteuernde Gebühren .....	21
3. Private Equity-Fonds .....	22
a) Verwaltungs- und Sondervergütungen .....	22
b) Carried Interest und Managementbeteiligungen .....	24
III. Zusammenfassung .....	28

**Kapitel 2: Vergütungsinduziertes Risikohandeln und Regulierungsauftrag .....30**

**I. Regulierungstheoretische Einordnung der AIFM-RL.....30**

1. Gesetzgeberische Begründungsmuster als Referenzpunkt .....	30
a) Regulierungsansatz der AIFM-RL und ökonomische Ziele.....	30
aa) Abriss der vergütungsbezogenen Richtlinienvorgaben.....	30
bb) Ökonomische Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe.....	32
cc) Regulierungsziele des Kapitalanlagerechts.....	35
b) Anlegerschutz und Kapitalanlagerisiken in AIF .....	36
aa) Schutzbedürfnis professioneller Anleger .....	36
bb) Risiko und Rendite in der ökonomischen Theorie .....	37
cc) Risiken in Hedgefonds .....	39
dd) Risiken in Private Equity-Fonds.....	41
c) Finanzmarktstabilität und systemische Risiken in AIF .....	42
aa) Systemische Risiken des Bankensektors.....	43
bb) Risikodeterminanten und Transmissionsmechanismen.....	44
cc) Systemrisikoeffekte alternativer Investmentfonds.....	47
d) Zwischenergebnis.....	50
2. Kapitalanlagestrukturen im Licht der Prinzipal-Agent-Theorie.....	51
a) Agenturkonflikte in alternativen Investmentfonds.....	51
b) Mechanismen zur Verringerung von Informationsasymmetrien in AIF .....	54
aa) Anlageprüfung und Reputationsanreize vor Vertragsschluss .....	54
bb) Überwachungs- und Kontrollmechanismen nach Vertragsschluss .....	56

**II. Vergütungsanreize und Risiken in alternativen Investmentfonds .....59**

1. Erfolgsvergütung als Mechanismus der Interessenparallelisierung .....	59
2. Vergütungsanreize in Hedgefondsstrukturen.....	61
a) Verwaltungsvergütungen und Transaktionskosten.....	61

b) Erfolgsvergütungen und High-Water Marks.....	64
aa) Vergütungsvereinbarung als Portfolio von Kaufoptionen .....	64
bb) Hypothesen und Befunde zu vergütungsinduziertem Risikohandeln.....	65
c) Systematische Risiken und Vergütungshöhe.....	69
3. Vergütungsanreize in Private Equity-Strukturen .....	72
a) Verwaltungsvergütung und Sondervergütungen .....	72
b) Carried Interest-Modelle und Hurdle Rate.....	74
c) Systematische Risiken und Vergütungshöhe.....	77
III. Einordnung und Bewertung.....	81
1. Tragfähigkeit des Regulierungsziels Anlegerschutz.....	81
a) Bewertung vergütungsinduzierter Governance-Probleme .....	81
b) Umfang und Grenzen eines staatlichen Regulierungsauftrags.....	84
2. Tragfähigkeit marktbezogener Regulierungsziele .....	85
a) Regulatorische Konsequenzen aus Finanzmarktstabilitätrisiken .....	85
b) Externalisierungseffekte durch Regulierungsarbitrage .....	87
c) Wettbewerb und Marktmacht .....	89
3. Perspektiven und Grenzen regulatorischen Handelns .....	90
<b>Kapitel 3: Untersuchung der Regulierungsvorgaben.....</b>	<b>95</b>
I. Europäische und nationale Rechtsquellen des Kapitalanlagerechts.....	95
1. AIFM-Richtlinie und europäische Durchführungsbestimmungen .....	95
a) Gesetzgebungsprozess der Richtlinie.....	95
b) Richtlinienkonkretisierung im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens .....	97
c) Rechtsetzungsfunktionen der ESMA .....	102
aa) Technische Standards.....	102
bb) Leitlinien und Empfehlungen .....	105

d) Einordnung und Bewertung .....	107
2. KAGB und nationale Durchführungsbestimmungen .....	108
a) Genese des Kapitalanlagerechts auf nationaler Ebene .....	108
b) Systematik, Terminologie und Pflichten des KAGB .....	114
aa) Verwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle .....	114
bb) Bewertungs- und Berichtspflichten .....	120
cc) Vertriebsbezogene Dokumentationspflichten .....	123
c) Anwendungsbereich und aufsichtsrechtliche Organisationsdeterminanten ...	128
aa) Begriff des Investmentvermögens .....	128
bb) Kapitalanlagerechtliche Produktregulierung und Rechtsformzwang .....	137
cc) Kapitalanlagerechtliche Organverfassung der geschlossenen InvKG .....	142
d) Auslagerungsstrukturen und grenzüberschreitende Sachverhalte .....	149
aa) Rahmenbedingungen für Auslagerungsstrukturen .....	149
bb) Grenzüberschreitende Verwaltungssachverhalte .....	154
e) Einordnung und Bewertung .....	159
3. Kapitalanlagerecht im weiteren Sinne .....	161
a) Investmentsteuerrecht .....	161
b) Besteuerung von Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen .....	164
c) Versicherungsaufsichtsrecht .....	167
d) Einordnung und Bewertung .....	170
II. Vergütungsregulierung im Finanzsektor .....	171
1. Verbandsrechtliche Vorgaben für börsennotierte Aktiengesellschaften .....	171
2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Vergütungssysteme im Finanzsektor ...	175
a) Kriseninduzierte Regulierung des Banken- und Versicherungssektors .....	175
b) Unionsrechtliche Kohärenz der Regulierungsregime .....	179
3. Bewertung und Zwischenergebnis .....	183

III. Vergütungssysteme in Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	184
1. Vergütungsbezogener Regulierungsrahmen des Kapitalanlagerechts .....	184
a) Kapitalanlagerechtliche Verhaltens- und Organisationsanforderungen .....	184
b) Vergütungsbezogene Regulierungsanforderungen an eine AIF-KVG .....	188
aa) Aufsichtsrechtliche Vorgaben für Vergütungssysteme .....	188
bb) Regulierung der Angemessenheit von Vergütungen .....	189
cc) Vergütungsbezogene Dokumentationspflichten in Spezial-AIF .....	192
c) Zuwendungen und vertriebsbezogene Vergütungen .....	198
aa) Zivil- und aufsichtsrechtliche Einordnung von Vertriebsvergütungen .....	198
bb) Regulierung von Zuwendungen in alternativen Investmentfonds .....	205
cc) Einordnung von Sondervergütungen in Private Equity-Fonds .....	209
d) Gebührenvereinbarungen in der Beteiligungsstruktur .....	212
aa) Anlegergleichbehandlung und Nebenvereinbarungen .....	212
bb) Liquiditätssteuernde Anreizgebührensyste in offenen AIF .....	216
2. Anwendungsbereich der Vergütungsleitlinien und Verhältnismäßigkeit .....	218
a) Abgrenzung finanzmarktrechtlicher Vergütungsregulierungsregime .....	218
aa) Unternehmensgruppen der Finanzbranche .....	219
bb) Auslagerungs- und Drittstaatsverhalte .....	221
b) Persönlicher Anwendungsbereich .....	225
aa) Bestimmung identifizierter Mitarbeiter .....	225
bb) Managementbeteiligungsprogramme .....	228
cc) Wertpapierhandelsrechtliche Nebendienstleistungen .....	232
c) Sachlicher Anwendungsbereich .....	233
d) Verhältnismäßigkeit und Systemrisikodimension sog. NBNI G-SIFI .....	235
3. Allgemeine Anforderungen an Vergütungssysteme .....	239
a) Anforderungen an die allgemeine Vergütungspolitik .....	239
aa) Verknüpfung von Vergütungspolitik und Risikomanagement .....	239

bb) Altersversorgungsleistungen .....	243
cc) Halteprämien und Abfindungen.....	244
dd) Verbot von Absicherungs- oder Gegenmaßnahmen.....	246
b) Vergütungs-Governance und interne Vergütungskontrolle .....	249
c) Periodische Vergütungspublizität und externe Vergütungskontrolle.....	252
4. Besondere Anforderungen an variable Vergütungen .....	258
a) Ergebnis- und Risikobemessungsverfahren .....	258
aa) Grundlagen der Ergebnisbemessung.....	258
bb) Umfang und Grenzen risikoadjustierter Ergebnisbemessung .....	260
b) Auszahlungs- und Zurückbehaltungsverfahren.....	263
aa) Vergütung in Instrumenten .....	264
bb) Zurückbehaltung, Sperrfristen und nachträgliche Herabsetzung .....	266
c) Einordnung von Carried Interest-Vereinbarungen .....	270
5. Bewertung und Zwischenergebnis.....	271
IV. Schlussbetrachtung und Fazit .....	274
V. Schaubild Fondsstruktur.....	279
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>280</b>
A. Allgemeine Literatur .....	280
B. Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien.....	338

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a.A.	am Anfang / andere(r) Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.F.	alte Fassung
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
ABS	asset-backed securities
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFS	Ausschuss für Systemrisiken
AG	(Die) Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	alternative(r) Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager (Verwalter eines alternativen Investmentfonds)
AIFMD	Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds
AIFM-StAnpG	Gesetz zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes und anderer Gesetze an das AIFM-Umsetzungsgesetz
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds
AIFM-VL	Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AnIV	Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen
AO	Abgabenordnung
App. Fin. Econ.	Applied Financial Economics

AR	Absolut-Report
ArbGG	Arbeitsgerichtsgesetz
Art., Artt.	Artikel
AS	Auslegungsschreiben
Aufl.	Auflage
AUM	assets under management (verwaltete Vermögenswerte)
AusInvestmG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BB	Betriebs-Berater
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht)
Bd.	Band
Bell J. Econ.	Bell Journal of Economics
Berk. Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
BFH	Bundesfinanzhof
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
Bio.	Billion(en)
BIS (BIZ)	Bank for International Settlements (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BoE	Bank of England

BORA	Berufsordnung der Rechtsanwälte
BörsG	Börsengesetz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
BSI	Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V.
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. L. Rev.	Business Law Review
BVCA	British Private Equity and Venture Capital Association
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.
CAIA	Chartered Alternative Investment Analyst
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swap
CEO	Chief Executive Officer
CEBS	Committee of European Banking Supervisors (Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Bankwesen)
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CESR	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen)
CFA	Chartered Financial Analyst
CFL	Corporate Finance Law
CFO	Chief Financial Officer
CIS	Collective Investment Scheme

Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
CRD	Capital Requirements Directive (Kapitaladäquanzrichtlinie)
CRR	Capital Requirements Regulation (Kapitaladäquanzverordnung)
CSFI	Centre for the Study of Financial Innovation
D&O	Directors and Officers
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DB	Der Betrieb
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DerivateV	Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Das deutsche Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
e.V.	eingetragener Verein
EAKAV	Verordnung zum elektronischen Anzeigeverfahren für inländische Investmentvermögen und EU-Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
EBA	European Banking Authority (Europäische Bankaufsichtsbehörde)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECON	European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs (Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments)
EFM	European Financial Management
EFSF	European Financial Stability Facility
EIB	Europäische Investitionsbank (European Investment Bank)

EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Supervisory Authority (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung)
ELTIF	European Long-Term Investment Fund (europäischer langfristiger Investmentfonds)
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister)
Erwgr.	Erwägungsgrund
ESA	European Supervisory Authority (Europäische Aufsichtsbehörde)
ESFS	European System of Financial Supervision (Europäisches System für Finanzaufsicht)
ESG	Environmental, Social and (Corporate) Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESRB	European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
ESTG	Einkommensteuergesetz
ESrR	Einkommensteuer-Richtlinien
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EuSEF	European Social Entrepreneurship Fund (Europäischer Fonds für soziales Unternehmertum)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuVECA	European Venture Capital Fund (Europäische Risikokapitalfonds)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association

EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve System
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FIA	Fonds d'Investissement Alternatifs
Fin. An. J.	Financial Analysts Journal
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FinStabG	Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität
FinVermV	Finanzanlagenvermittlungsverordnung
FinVermVwV	Allgemeinen Muster-Verwaltungsvorschrift zum Vollzug des § 34f der Gewerbeordnung und zur Finanzvermittlungsverordnung
FKAG	Gesetz zur zusätzlichen Aufsicht über beaufsichtigte Unternehmen eines Finanzkonglomerats
FMII	Financial Markets, Institutions and Instruments
FMStFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds
FPC	Financial Policy Committee
FR	Finanz-Rundschau
FRB	Federal Reserve Bank
FS	Festschrift
FSB	Financial Stability Board (Finanzstabilitätsrat)
FSF	Financial Stability Forum (Forum für Finanzstabilität)
FSOC	Financial Stability Oversight Council
FT	Financial Times
G-SIFI	Global Systemically Important Financial Institution
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GE	Geldeinheiten

GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GIPS	Global Investment Performance Standards
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GNE	Gross Notional Exposure
GP	general partner
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Gz.	Geschäftszeichen
HGB	Handelsgesetzbuch
HFSB	Hedge Fund Standards Board
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
HMRC	Her Majesty's Revenue and Customs
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
ICGN	International Corporate Governance Network
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i.H.v.	in Höhe von
IIF	Institute of International Finance
IILR	International Insolvency Law Review
ILPA	Institutional Limited Partners Association
IMF	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
InvMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften (BaFin-Rundschreiben)

INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
InsO	Insolvenzordnung
InstitutsVergV	Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten
Int. Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
IntVG	Gesetz über die Wahrnehmung der Integrationsverantwortung des Bundestages und des Bundesrates in Angelegenheiten der Europäischen Union
InvG	Investmentgesetz
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
InvKG	Investmentkommanditgesellschaft
InvStG	Investmentsteuergesetz
InvVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden)
IPEV	International Private Equity Valuation
i.R.d.	im Rahmen de(r/s)
IRR	Internal Rate of Return (interner Zinsfuß)
IStR	Internationales Steuerrecht
ISR	Internationale Steuer-Rundschau
ITS	Implementing Technical Standard (technischer Durchführungsstandard)
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Alt. Inv.	Journal of Alternative Investments
J. App. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance

J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. & Fin. Ed.	Journal of Economics and Financial Education
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Th.	Journal of Economic Theory
J. Emp. Fin.	Journal of Empirical Finance
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Crime	Journal of Financial Crime
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Econ. Pol.	Journal of Financial Economic Policy
J. Fin. M.	Journal of Financial Markets
J. Fin. & Quant. An.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Fin. Stab.	Journal of Financial Stability
J. Fin. Tran.	Journal of Financial Transformation
J. Inv. Comp.	Journal of Investment Compliance
J. Inv. Man.	Journal of Investment Management
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Mon. Cred. Bank.	Journal of Money, Credit and Banking
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J. Port. Man.	Journal of Portfolio Management
J. Priv. Eq.	Journal of Private Equity
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (BaFin-Rundschreiben)

KAPrüfbV	Verordnung über den Gegenstand der Prüfung und die Inhalte der Prüfungsberichte für externe Kapitalverwaltungsgesellschaften, Investmentaktiengesellschaften, Investmentkommanditgesellschaften und Sondervermögen
KARBV	Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände
KAVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kommanditgesellschaft
KIID	Key Investor Information Document
KOM	Dokument der Europäischen Kommission
KredReorgG	Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
Law & Fin. M. Rev.	Law and Financial Markets Review
LBO	Leveraged Buyout
LEI	Legal Entity Identifier
AIFM-DV	Delegierte Verordnung zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung
LFMR	Law and Financial Markets Review
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	litera
LLC	limited liability company
LLP	limited liability partnership
LP	limited partnership / limited partner
LPA	limited partnership agreement
LPAC	limited partner advisory committee

LTCM	Long Term Capital Management
Ltd.	limited company
M&A	Mergers & Acquisitions
MA	Massachusetts
MaComp	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (BaFin-Rundschreiben)
Man. Science	Management Science
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
MEP	Management Equity Program
MFN	Most Favoured Nation
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II-DRL	Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen
MiFID II-DVO	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente)
Mio.	Million(en)
MIRR	Modified Internal Rate of Return
MMF	Money Market Fund (Geldmarktfonds)
MoU	Memorandum of Understanding
Mrd.	Milliarde(n)

MSR	Member State of Reference (Referenzmitgliedstaat)
MünchKomm	Münchener Kommentar
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)
NBER	National Bureau of Economic Research
NBNI	Non-Bank-Non-Insurer
NJ	New Jersey
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NPV	Net Present Value (Nettobarwert)
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NYU L. Rev.	New York University Law Review
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZA-RR	NZA-Rechtsprechungs-Report Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OECD	Organisation for Economic Co-Operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OECD-MA	OECD-Musterabkommen zur Vermeidung von Doppelbesteuerung
OFD	Oberfinanzdirektion
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGC	Ongoing Charges
OLG	Oberlandesgericht
ORSA	Own Risk and Solvency Assessment
OTC	over-the-counter

p.a.	per annum
PA	Prinzipal-Agent
PE	Private Equity
PEI	Private Equity International
PES	Party of European Socialists (Sozialdemokratische Partei Europas)
PPM	Private Placement Memorandum
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products (verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte)
PrüfbV	Verordnung über die Prüfung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute
PublG	Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
RdA	Recht der Arbeit
RdF	Recht der Finanzinstrumente
Real Est. Fin. J.	Real Estate Finance Journal
RegE	Regierungsentwurf
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
Repo	Repurchase Agreement (Rückkaufvereinbarung über Wertpapiere)
Rev. Acc. Stud.	Review of Accounting Studies
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RKWG	Reichsgesetz über das Kreditwesen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RKWG	Reichsgesetz über das Kreditwesen

RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RStruktFG	Gesetz zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute
RTS	Regulatory Technical Standard (technischer Regulierungsstandard)
RVG	Gesetz über die Vergütung der Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte
Rz.	Randziffer
S&P	Standard & Poor's
S.à r.l.	Société à responsabilité limitée
SAG	Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen
S.D.N.Y.	Southern District of New York
SEC	Securities and Exchange Commission
SGB	Sozialgesetzbuch
SIB	Systemically Important Bank
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SII	Systemically Important Insurer
Slg.	Amtliche Sammlung der Rechtsprechung der Europäischen Gerichte
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group (Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte)
sog.	sogenannt(e/er/es)
SRD	Shareholder Rights Directive (Aktionärsrechterichtlinie)
SSM	Single Supervisory Mechanism (einheitlicher Bankenaufsichtsmechanismus)
SSM-VO	Verordnung zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank

SSRN	Social Science Research Network
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
SWF	Sovereign Wealth Fund (Staatsfonds)
SZVS	Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
TER	Total Expense Ratio (Gesamtkostenquote)
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TLAC	Total Loss-Absorbing Capacity
UAbs.	Unterabsatz
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Penn. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UK	Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland
UN PRI	UN Principles for Responsible Investment (Prinzipien für Verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen)
UR	Umsatzsteuer-Rundschau
US	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
UStAE	Umsatzsteuer-Anwendungserlass
UStG	Umsatzsteuergesetz
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law & Business Review
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen
VaR	Value-at-Risk
VC	Venture Capital
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VermVerkProspV	Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte
VersR	Versicherungsrecht

VersVergV	Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme im Versicherungsbereich
VGF	Verband geschlossene Fonds e.V.
VO	Verordnung
VorstAG	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
VorstOG	Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütung
VW	Versicherungswirtschaft
WEF	World Economic Forum
WKBG	Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDU	Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WSJ	Wall Street Journal
ZAG	Gesetz über die Beaufsichtigung von Zahlungsdiensten
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft

# Einleitung

## I. Anlass und Gegenstand der Untersuchung

Komplexität und Kosten sind Wesensmerkmale alternativer Investmentfonds (AIF), zu denen insbesondere Hedgefonds und Private Equity-Fonds zählen.<sup>1</sup> Der erste Aspekt ist bereits seit geraumer Zeit Gegenstand einer regulatorischen Diskussion über die Risiken der von alternativen Investmentfonds verfolgten Strategien und ihrer Instrumente. Im öffentlichen Diskurs begegneten AIF auch aufgrund vermuteter negativer Effekte auf die Beschäftigungssituation und die Solvenz von Zielunternehmen (Private Equity) oder auf Staatsfinanzen, Wirtschaftsräume und die Finanzmarktstabilität (Hedgefonds) einer ausgeprägten, bisweilen diffusen Skepsis.<sup>2</sup> Als Finanzmarktakteure wurden AIF oft mit opaken transnationalen, aufsichts- und steueroptimierten Organisationsstrukturen assoziiert, die marktunabhängig hohe Erträge für ihre professionellen Anleger erzielen. Da spezifische gesetzliche Vorgaben bislang weitgehend fehlten, lag der Schwerpunkt rechtswissenschaftlicher Untersuchungen zu den Strukturen und Strategien alternativer Investmentfonds im Wesentlichen auf der Erörterung potentiellen Regulierungsbedarfs.<sup>3</sup> Diese Perspektive hat sich grundlegend geändert. Die AIFM-Richtlinie (AIFM-RL)<sup>4</sup> reguliert nunmehr umfassend die Anlagetätigkeit und Geschäftsorganisation der Verwalter alternativer Investmentfonds (*Alternative Investment Fund Manager*, AIFM) und bedeutet damit eine Zäsur. Trotz der zunächst vornehmlich auf Private Equity- und Hedgefonds abzielenden Bedenken erfasst der bereits vor der Finanzkrise initiierte Re-

---

<sup>1</sup> Soweit möglich wird der deutsche Begriff verwendet und um den englischen Begriff ergänzt. Dies ist zum einen dem Sprachgebrauch des internationalisierten Finanzmarktrechts, zum anderen auch zunehmend englischsprachigen Rechtsetzungsprozessen im europäischen Finanzmarktaufsichtsgefüge geschuldet. Vgl. kritisch zu der Verwendung englischer Begriffe im deutschen Kapitalanlagerecht die Stellungnahme des Nationalen Normenkontrollrats, Anlage zu BR-Drs. 791/12 v. 21.12.2012, S. 5.

<sup>2</sup> Erinnert sei an die nationale sog. „Heuschrecken-Debatte“ aus dem Jahr 2005, vgl. *Dornseifer*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 77 ff.; für den englischen Sprachraum siehe bereits aus dem Jahr 1989 die populäre Fallstudie von *Burrough/Helyar*, *Barbarians at the Gate*, passim; daran anknüpfend *Morris*, *Private Equity CSFI Report 2010*, S. 3 („*barbarians*“).

<sup>3</sup> Vgl. zu Hedgefonds monographisch *Wentrup*, *Hedgefonds*, passim; *Schmies*, *Hedgefonds*, passim; zu Private Equity-Fonds *Tasma*, *Leveraged Buyout*, passim; überblicksartig zur politischen Kontroverse *Schmidt/Spindler*, *Finanzinvestoren*, S. 25 ff.; siehe exemplarisch *Ernstberger/Herz*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 33 ff., deren Beitrag unter der Überschrift „Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?“ steht.

<sup>4</sup> Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 08.06.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. EU L 174/1 v. 01.07.2011.

gularungsansatz dem Grunde nach alle Formen der kollektiven Kapitalanlage, die nicht bereits der europäischen Wertpapierfondsregulierung (OGAW-RL) unterliegen.<sup>5</sup> Damit erfüllt eine Vielzahl weiterer Marktsegmente den definitorischen Ansatz des alternativen Investmentfonds (AIF), der neben Immobilien- und Infrastrukturfonds auch sog. geschlossene Fonds sowie institutionelle sog. Spezialfonds umfasst. In Deutschland wurde die Umsetzung der Richtlinienvorgaben zum Anlass genommen, das Kapitalanlagerecht umfassend in einem neuen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)<sup>6</sup> zu kodifizieren, das zum 22.07.2013 in Kraft trat und das frühere Investmentgesetz (InvG) ablöste. Das KAGB enthält umfassende organisatorische Anforderungen an eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG), die AIF für private (Publikums-AIF) oder institutionelle Anleger (Spezial-AIF) verwaltet, sowie Vorgaben für die Vertrags- und Vertriebsdokumente von AIF.

Der zweite Aspekt, die Kosten alternativer Investmentfonds, rückt nun mit besonderer Vehemenz in den Fokus der regulatorischen Diskussion.<sup>7</sup> Auftrieb erhielt sie durch eine in Reaktion auf die Finanzmarktkrise intensivierete Kritik an erfolgsbasierten Vergütungsstrukturen<sup>8</sup> des Finanzsektors. Anekdotische Evidenz für exorbitante Individualbezüge bieten dabei nicht nur Bonuszahlungen im Investmentbanking, sondern gerade auch Vergütungen der Manager von Wertpapier-, Hedge- und Private Equity-Fonds.<sup>9</sup>

Der zentrale regulatorische Diskussionspunkt ist aber weniger die sozialpolitisch umstrittene Höhe, als vielmehr die ökonomische Funktion verhaltenssteuernder Anreizef-

---

<sup>5</sup> Siehe zu der Abgrenzung von AIFM-RL und OGAW-RL Kapitel 3 sub I. 1. a).

<sup>6</sup> Art. 1 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds v. 04.07.2013, BGBl. I, S. 1981 (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG).

<sup>7</sup> Kosten werden im vorliegenden Kontext als Spiegelbild zu Managervergütungen verstanden; zu sog. Agenturkosten, bei denen es sich abweichend von den nachfolgend beschriebenen buchhalterischen Kosten um nicht zahlungswirksame, ökonomische Kosten handelt, siehe Kapitel 2 sub I. 2. a).

<sup>8</sup> Die Begriffe „Vergütungsstrukturen“, „Vergütungsmodelle“ und „Vergütungssysteme“ werden im Folgenden synonym verwandt; siehe zur aufsichtsrechtlichen Terminologie Kapitel 3 sub III. 3. a) aa).

<sup>9</sup> Die zehn Spitzenverdiener der Hedgefondsbranche erzielten Schätzungen einschlägiger Branchendienste zufolge allein im Jahr 2015 jährliche Individualeinkommen zwischen 300 Mio. USD und 1,7 Mrd. USD, vgl. *Taub*, Institutional Investor's Alpha Magazine Online v. 10.05.2016. Medialen Nachhall erfuhren etwa die Bezüge des Derivatehändlers *Christian Bittar* (Deutsche Bank, 84 Mio. EUR 2008), des Wertpapierfondsmanagers *Bill Gross* (Pimco/Allianz, 300 Mio. USD 2013), des Private Equity-Managers *Stephen Schwarzman* (Blackstone Group, 656 Mio. USD 2014) oder des Hedgefondsmanagers *John Paulson* (Paulson & Co., ca. 4 Mrd. USD 2007), vgl. *Choudhury/Ring*, Bloomberg Online v. 18.06.2015 (zu *Bittar*); *Foley*, FT Online v. 09.10.2015 (zu *Gross*); *Banerjee*, Bloomberg Online v. 28.02.2015 (zu *Schwarzman*); *Zuckerman*, WSJ Online v. 15.01.2008 (zu *Paulson*); zu Bezügen prominenter Hedgefondsmanager *Mallaby*, Money, passim.

fekte durch variable Vergütungselemente. Hier stehen insbesondere kurzfristig ausgerichtete Erfolgsvergütungen des Bankensektors im Verdacht, Mitarbeiter zu übermäßig riskanten und damit langfristig unprofitablen Geschäften verleitet und damit die Solvenz der Banken bedroht zu haben. Ein Regulierungsbedarf wird dabei vor allem mit der Besonderheit systemischer Risiken des vertrauenssensitiven und eng verflochtenen Bankensektors begründet, in dem Solvenzprobleme einzelner Banken die Finanzmarktstabilität gefährden können.<sup>10</sup> Demgegenüber sind jedoch Belege für unmittelbare Verursachungsbeiträge alternativer Investmentfonds zur Begründung systemischer Risiken kaum ersichtlich und allenfalls Übertragungseffekte auf den Bankensektor von Bedeutung.<sup>11</sup> Die im Rahmen dieser Arbeit auszuleuchtenden Aspekte sind daher in verschiedener Hinsicht von der Diskussion um Vergütungsstrukturen des Bankensektors abzugrenzen.

Zu untersuchen ist vielmehr die Frage nach einem Interessengleichlauf zwischen Anlegern und Fondsmanagern, den primär die Vertragsbedingungen einer Fondsstruktur bestimmen. Das in alternativen Investmentfonds prävalente Vergütungsmodell einer jährlichen Verwaltungsvergütung (*management fee*) i.H.v. zwei Prozent der Vermögenswerte p.a. zuzüglich einer Erfolgsvergütung (*performance fee*) i.H.v. 20 Prozent der Erträge p.a. gilt als zentrales Charakteristikum der Branche (sog. „2+20 Modell“).<sup>12</sup> Ausgangspunkt der Betrachtung sind zunächst die Parameter der Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds, die einer ausdifferenzierten und zuvor weitgehend unregulierten Kautelarpraxis entstammen. Ein entscheidender Aspekt dieser Vertragssituation ist die Professionalität der Vertragsparteien, da Fondsmanager aufgrund der hohen Mindestanlagebeträge alternativer Investmentfonds meist mit institutionellen Anlegern kontrahieren. In diesem Kontext sind Anreizeffekte der Vergütungsstrukturen, die ein übermäßiges Risikohandeln des Fondsmanagers zum Nachteil der Anleger begünstigen, jedenfalls als strukturelles sektorspezifisches Problem nicht auszumachen.<sup>13</sup>

Aus ökonomischer Perspektive wird jedoch intensiv diskutiert, ob alternative Invest-

---

<sup>10</sup> Vgl. hierzu High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Bericht v. 25.02.2009, KOM o. Gz. (nach dem Vorsitzenden Jacques de Larosière sog. *de Larosière-Bericht*), S. 11, Tz. 24.

<sup>11</sup> Siehe dazu Kapitel 2 sub I. 1. c).

<sup>12</sup> Vgl. in Bezug auf Hedgefonds *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 933 („*a compensation scheme masquerading as an asset class*“).

<sup>13</sup> Siehe dazu Kapitel 2 sub II. 2. (zu Hedgefonds) und sub II. 3. (zu Private Equity-Fonds).

mentfonds nach Abzug aller Kosten tatsächlich langfristig Marktüberrenditen (sog. Alpha) erzielen, für die ihre Verwalter vergütet werden. Von Brisanz ist die Diskussion um Vergütungsstrukturen auch vor dem Hintergrund eines Paradigmenwechsels auf dem Markt für traditionelle Investmentfonds: Dort vollzieht sich derzeit mit dem rapiden Bedeutungsgewinn von Indexfonds die späte praktische Konsequenz aus Erkenntnissen der sog. Effizienzmarkthypothese. Diese stellt den Nutzen aktiver – d.h. höher vergüteter – Portfolioverwaltung bereits seit Langem in Frage.<sup>14</sup> Abseits der öffentlichen Diskussion<sup>15</sup> ist daher in der Fachwelt des Kapitalanlagewesens eine zunehmend kritische Auseinandersetzung mit der Rentabilität alternativer Investmentfonds zu verzeichnen, die ganz wesentlich durch das zugrundeliegende Gebührenmodell bestimmt wird.<sup>16</sup>

In der rechtswissenschaftlichen Diskussion um Vergütungsaspekte der Kapitalanlage wurde bislang allein der Vertrieb an Privatkunden und damit verbundene Interessenkonflikte des Vertriebsintermediärs betrachtet, das institutionelle Marktsegment blieb hingegen weitgehend unbeachtet.<sup>17</sup> Ein diesbezüglicher Untersuchungsbedarf ergab sich spätestens mit Erlass der AIFM-Richtlinie, die ausdifferenzierte Regulierungsvorschriften für Vergütungsstrukturen alternativer Investmentfonds enthält. Von zentraler Bedeutung ist dabei die normative Evolution des Regulierungsansatzes, dessen Ursprung in der finanzkriseninduzierten Bankenregulierung liegt. Einem unionsrechtlichen Kohärenzgebot folgend haben diese Vorgaben in weitgehendem Gleichlauf Eingang in ver-

---

<sup>14</sup> Siehe dazu Kapitel 1 sub I. 1. und Kapitel 2 sub I. 1. b) bb).

<sup>15</sup> Die im Vergleich zu Vorstands- und Bankenvergütungen bislang vergleichsweise geringe mediale Präsenz der Thematik mag dem kognitionspsychologischen Effekt der sog. Verfügbarkeitsheuristik zuzuschreiben sein, da Informationen über diese Marktteilnehmer regelmäßig nicht öffentlich verfügbar sind, vgl. allgemein *Kahnemann*, *Thinking*, S. 129 ff.

<sup>16</sup> Vgl. *Fitzpatrick*, *WSJ Online* v. 15.09.2014, zu der unter Verweis auf die Kosten- und Ertragsstruktur von Hedgefonds begründeten Entscheidung des US-Pensionsfonds CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*), sich vollständig von Beteiligungen dieser Anlageklasse zu trennen; eine zunehmende Skepsis unter US-Pensionskassen konstatieren *Authers/Childs*, *FT Online* v. 24.05.2016. Illustrativ auch *Fleischer*, *New York Times Online* v. 19.08.2015, demzufolge der 24 Mrd. USD große Stiftungsfonds der Yale University 2014 an Hedge- und Private Equity-Fondsmanager insgesamt 480 Mio. USD, hingegen nur 170 Mio. USD für akademische Förderzwecke auszahlte; die Summe der sich aus 134 Mio. USD Verwaltungs- und 343 Mio. USD Erfolgsvergütungen zusammensetzenden Gebühren beläuft sich auf ca. 6 % des in alternativen Anlagen investierte Beteiligungskapitals von 8 Mrd. USD. Zum Yale-Stiftungsfonds, der frühzeitig und in großem Umfang in alternative Anlageklassen investierte, vgl. *Mallaby*, *Money*, S. 265 ff.; plakativ *Lack*, *Mirage*, S. 77, der unter Berücksichtigung der Wertentwicklung der Hedgefondsbranche in Anlehnung an ein Zitat Churchills formuliert: „*Never in the history of Finance was so much charged by so many for so little.*“

<sup>17</sup> Vgl. etwa *Lerch*, *Anlageberater*, passim; *Schelling*, *Vergütungssysteme*, passim; *Schäfer*, *Fund Governance*, S. 153 ff.; *Benicke*, *Wertpapiervermögensverwaltung*, S. 920 ff.

schiedene finanzmarktrechtliche Regulierungsregime für den Versicherungs- und Kapitalanlagesektor gefunden. Eine entscheidende Funktion übernahm in diesem Zusammenhang innerhalb der koordinativen Administrativstruktur der europäischen Finanzmarktaufsicht die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority*, ESMA). Durch ihre umfassenden Verlautbarungen in Gestalt der „ESMA Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD“<sup>18</sup> erfuhren die bereits detaillierten Richtlinienvorgaben zur Sicherstellung einer unionsweit konsistenten Anwendung eine eingehende Interpretation. Demgegenüber wurden die Vergütungsbestimmungen des KAGB<sup>19</sup> auf nationaler Ebene bislang noch nicht im Verordnungswege konkretisiert.

Dieser Regulierungsansatz begegnet gerade wegen seiner Bemühung um eine größtmögliche Harmonisierung Bedenken. Die Übertragung regulatorischer Konzepte ohne eine hinreichende Berücksichtigung der jeweiligen Marktstrukturen und des daraus resultierenden Regulierungsbedarfs birgt die Gefahr einer Fehl- bzw. Überregulierung. Ein vom Gesetzgeber identifizierter Regulierungsbedarf darf sich nicht auf bloß vermutete, sondern muss sich auf nachweisbare Marktdefizite stützen. Regulierung ist nämlich stets – wie auch praktische Erfahrungen in der Umsetzung der vorliegend betrachteten Vergütungsvorschriften<sup>20</sup> belegen – mit Regulierungskosten verbunden, sodass regulatorische Eingriffe ohne normativen Handlungsbedarf bestenfalls nutzlos sind.

## **II. Gang und Methodik der Untersuchung**

Diese Fragestellungen boten Anlass für die vorliegende Untersuchung, welche die vertraglichen Anreizmechanismen in Vergütungsstrukturen alternativer Investmentfonds analysiert und ihre regulatorische Erfassung aus ökonomischer und rechtlicher Perspektive bewertet. Die Arbeit widmet sich der Frage, ob der verfolgte Regulierungsansatz unter Berücksichtigung der Ziele und Begründungsmuster des Gesetzgebers, der mit

---

<sup>18</sup> ESMA, Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD v. 03.07.2013, ESMA/2013/232.

<sup>19</sup> Vgl. die bislang ungenutzte Ermächtigungsgrundlage zum Erlass einer Rechtsverordnung zur Ausgestaltung und Ergänzung der vergütungsbezogenen Richtlinienvorgaben gem. § 37 Abs. 3 S. 1 KAGB.

<sup>20</sup> Als größte Herausforderung im Rahmen des aufsichtsrechtlichen Zulassungsverfahrens wurde von Branchenteilnehmern die Umsetzung der Vergütungsvorschriften, gefolgt von Risikomanagementvorgaben, bewertet, PricewaterhouseCoopers, KAGB-Studie 2014, S. 30.

den Regulierungsnormen eine Verbesserung des Anlegerschutzes und des Schutzes vor systemischen Risiken verfolgt, sowie der gegebenen Marktstrukturen rechtsökonomisch plausibel ist. Dazu werden zunächst die strukturellen Gemeinsamkeiten in den Vergütungsbeziehungen alternativer Investmentfonds und ihre zentralen technischen Charakteristika herausgearbeitet und in den Kontext des institutionellen Kapitalanlagemarktes eingeordnet.

Die Verknüpfung beider Aspekte, nämlich die Rolle von Vergütungsstrukturen für die Risikoverteilung in alternativen Investmentfonds, erfolgt sodann vor dem Hintergrund des mit der AIFM-RL vollzogenen Regulierungseingriffs in privatautonome Vertragsbeziehungen. Aus diesem Anlass ist einer Betrachtung der konkreten Wirkungsweise der Normen im Einzelnen (*wie*) eine Überprüfung des von dem europäischen Gesetzgeber identifizierten Regulierungsbedarfs (*ob*) strukturell vorgeschaltet. Um die möglichen Implikationen von Kapitalanlagerisiken für Anleger und die Rolle von Vergütungsvereinbarungen aufzuzeigen, werden die Begriffe des Risikos und Mechanismen der Risikosteuerung aus finanzwirtschaftlicher Perspektive näher beleuchtet. Sodann werden die untersuchten Vertragsbeziehungen in das mikroökonomische Modell der sog. Prinzipal-Agent-Theorie (PA-Theorie) eingeordnet und Befunde der Finanzierungs- und Kapitalmarktforschung ausgewertet.<sup>21</sup> Dies lässt erkennen, dass die Kautelarpraxis in alternativen Investmentfonds neben Vergütungsanreizen weitere taugliche Instrumente entwickelt hat, um eine effiziente Risikoverteilung und damit einen Interessengleichlauf zwischen den Vertragsparteien zu gewährleisten.

Die herausgearbeiteten Ergebnisse werden sodann in eine funktionale Untersuchung der Richtlinienvorgaben sowie deren europäischer und nationaler Umsetzungsakte einbezogen. Diese lässt ein vielschichtiges aufsichtsrechtliches Normengefüge erkennen, das engen Wechselwirkungen mit dem Gesellschafts- und Steuerrecht unterliegt. Dabei treten insbesondere Fragen der Anwendbarkeit aufsichtsrechtlicher Vorgaben, der Zuordnung des Regulierungsadressaten, der Publizität von Vergütungsinformationen und Vor-

---

<sup>21</sup> Aus methodischer Perspektive ist die nachfolgende Untersuchung dabei als positiver (deskriptiver) Ansatz zu verstehen, der empirisch orientiert ist und normative (präskriptive) Implikationen allenfalls aufzeigt, ohne diese mathematisch-formal herzuleiten. Vgl. zur theoretischen Differenzierung zwischen positiven und normativen rechtsökonomischen Untersuchungsansätzen *Towfigh/Petersen*, *Ökonomische Methoden*, S. 4 ff.; *Kirchner*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*, S. 150 ff.

gaben für die Angemessenheit von Vergütungen zu Tage. Praktische Herausforderungen bieten schließlich die rechtstechnisch anspruchsvollen materiellen Regulierungsvorgaben für variable Vergütungen, deren Anwendbarkeit und Umfang auch die Systemrisikoimplikationen des Regulierungsobjekts in Bezug zu nehmen haben.

Die Arbeit gliedert sich in drei Kapitel: Zunächst werden die Anlagestrategien alternativer Investmentfonds skizziert und die Besonderheiten ihrer Vergütungsstrukturen aufgezeigt (Kapitel 1). Daran knüpft eine Untersuchung des Regulierungsbedarfs an, der aus vergütungsinduzierten Risikoimplikationen in alternativen Investmentfonds abzuleiten ist. Ausgehend von einer Betrachtung der mit den Anlagestrategien verbundenen Risiken und der strukturimmanenten Agenturkonflikte zwischen Fondsmanager und Anleger werden dazu ökonomische Untersuchungen zu den Interdependenzen zwischen Vergütungsanreizen und Risikoverhalten der Manager ausgewertet (Kapitel 2). Sodann werden die Regulierungsanforderungen des KAGB, der AIFM-RL sowie konkretisierender Rechtsakte an die Vergütungsstrukturen eines AIFM untersucht und unter Berücksichtigung ökonomischer Erwägungen einer kritischen Würdigung unterzogen (Kapitel 3). Die Arbeit schließt mit einer zusammenfassenden Bewertung.

## Kapitel 1: Grundlagen

Der Gruppe alternativer Investmentfonds sind eine Vielzahl unterschiedlicher Anlagestrategien zuzurechnen, die deutlich verschiedene Risikoprofile aufweisen. Gleichwohl stellen sich die Fonds- und Vergütungsstrukturen weitgehend vergleichbar dar. Anknüpfend an eine Systematisierung des Marktumfelds (I.) werden die in der kapitalanlagerechtlichen Kautelarpraxis entwickelten Vergütungsstrukturen einschließlich der für Hedgefonds und Private Equity-Fonds jeweils spezifischen Parameter (II.) skizziert.

### I. Alternative Investmentfonds im Überblick

#### 1. Marktumfeld und Marktakteure

In der jüngeren Vergangenheit erfuhren alternative Investmentfonds (auch sog. „Finanzinvestoren“)<sup>22</sup> als Anlageklasse institutioneller Kapitalanleger einen erheblichen Bedeutungsgewinn. Die Summe der weltweit von AIF verwalteten Vermögenswerte wird auf ca. 7 Bio. USD beziffert, von denen wesentliche Anteile auf die Hedgefonds- und Private Equity-Industrie entfallen.<sup>23</sup> Alternativen Investmentfonds sind aktiv verwaltete Wertpapierfonds<sup>24</sup> gegenüberzustellen, deren Anlagestrategien und Anlagetechniken bedeutende Differenzen zu ersteren aufweisen und die als „traditionelle Investmentfonds“<sup>25</sup> verstanden werden können. Zwar verfolgen die Verwalter traditioneller In-

---

<sup>22</sup> Zur Abgrenzung der unkonturierten Gruppe sog. „Finanzinvestoren“ von strategischen Investoren vgl. *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116 ff.; zum Begriff auch *Fleischer*, ZGR 2008, 185 ff.

<sup>23</sup> Das auf 7,4 Bio. USD bezifferte globale Gesamtvolumen der 2015 von AIF verwalteten Nettovermögenswerte beinhaltet ca. 3,2 Bio. USD in Hedgefonds und ca. 4,2 Bio. USD in Private Equity-Fonds im weitesten Sinne (einschließlich Private Debt-, Immobilien- und Infrastrukturfonds), Preqin, *Alternative Assets 2016*, S. 1 ff. Zugleich wird die Summe der 2014 in Deutschland von institutionellen Anlegern in AIF verwalteten Vermögenswerte nach einer anderen Methodik auf ca. 2 Bio. EUR beziffert, da ca. 1,2 Bio. EUR in institutionellen Wertpapier-Spezialfonds regulatorisch als „alternative“ Investmentfonds (aufsichtsrechtlich sog. Spezial-AIF) qualifizieren, vgl. OECD, *Institutional Investors Statistics 2015*, S. 61 ff.; BVI *Investmentstatistik 2015*, S. 6 f.

<sup>24</sup> Vgl. zur Entwicklung aktiv verwalteter Wertpapierfonds (*mutual funds*) in den USA *Rouwenhorst*, Yale ICF Working Paper 2004, S. 1 ff.; *Greenbaum/Thakor*, *Financial Intermediation*, S. 68 ff.; zur Entwicklung in Deutschland *Sethe*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), *Vermögensverwaltung*, § 2 Rn. 1 ff.; *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: Jesch/Klebeck/Dobrauz (Hrsg.), *Investmentrecht*, S. 5 ff.; aufsichtsrechtlich handelt es sich bei EU-Wertpapierfonds um sog. OGAW, siehe dazu Kapitel 3 sub I. 2. a).

<sup>25</sup> Vgl. zum Begriff *Zetzsche*, *Prinzipien*, S. 270; *Dornseifer*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 82; *Stowell*, *Investment Banks*, S. 222 und S. 311 („*traditional investment funds*“); *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, *CAIA Handbook*, S. 828 („*traditional investment managers*“).

vestmentfonds ebenso wie AIFM als Finanzintermediäre<sup>26</sup> das Ziel, die ihnen von Kapitalanlegern anvertrauten Mittel unter Optimierung des Risiko-Rendite-Profiles gewinnbringend anzulegen. Jedoch unterscheiden sich traditionelle von alternativen Investmentfonds aus ökonomischer Perspektive über die zugrunde liegenden Ertragsquellen und ihre Risikoprofile, mit denen Fragen der Vergütungsstruktur eng zusammenhängen. Die Verwalter traditioneller Investmentfonds streben an, durch sog. Markt-Timing oder durch die Auswahl von fehlbewerteten Aktien- und Anleiheniteln einen Referenzindex zu übertreffen, d.h. sog. relative Erträge zu erzielen, indem sie auf – nur teilweise effizienten – Finanzmärkten<sup>27</sup> Prognoseentscheidungen treffen. Dieses Marktsegment erfährt derzeit infolge hoher Mittelzuflüsse in Indexfonds<sup>28</sup>, die sich als sog. passive Anlagestrategien<sup>29</sup> vom aktiven Ansatz traditioneller Investmentfonds grundlegend unterscheiden, einen Paradigmenwechsel. Kritische Erkenntnisse über den langfristigen Erfolg sog. aktiver – höher vergüteter<sup>30</sup> – Portfolioverwaltung<sup>31</sup> werden hiermit durch

---

<sup>26</sup> Vgl. zu Erscheinungsformen von Finanzintermediären *Greenbaum/Thakor*, *Financial Intermediation*, S. 50 ff.; *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 39 ff.

<sup>27</sup> Nach der Effizienzmarkthypothese (EMH) – die weniger in der sog. starken, als vielmehr der sog. mittelstarken und schwachen Ausprägung vertreten wird – sind rational nutzenmaximierende Marktteilnehmer bei kostenloser Informationsbeschaffung einheitlich informiert und Transaktionen frictionslos, sodass Marktpreise verfügbare Informationen reflektieren (sog. Informationseffizienz), vgl. grundlegend *Fama*, 25 J. Fin. 383 ff. (1970), anknüpfend an die Theorie zufälliger Kursverläufe (sog. *random walk*), *ders.*, 38 J. Bus. 34 ff. (1965); *ders.*, 21 Fin. An. J. 55 ff. (1965). Zweifel an den Annahmen der EMH äußerten Arbeiten, die auf Widersprüche der EMH zu empirisch beobachtbaren Kapitalmarktanomalien und Preisblasen hindeuteten, vgl. ausdrücklich *Shiller*, 71 Am. Econ. Rev. 421, 433 (1981) („*failure of the efficient markets model*“); *De Long/Shleifer/Summers/Waldmann*, 45 J. Fin. 375 ff. (1990); *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 371 ff. Nachfolgende finanzpsychologische Arbeiten rückten die Grenzen der Informiertheit der Finanzmarktteilnehmer in den Mittelpunkt (sog. *behavioral finance*), vgl. cursorisch *Shiller*, 17 J. Econ. Persp. 83 ff. (2003); *Klöhn*, *Spekulation*, S. 80 ff.

<sup>28</sup> Bei Indexfonds (*Exchange Traded Funds*, ETFs) handelt es sich um Anlageprodukte, deren Wert die Entwicklung eines Marktindex möglichst genau nachbildet ohne dabei Anspruch auf ein Übertreffen des Referenzindex zu erheben. Seit Auflegung des ersten passiven Investmentfonds 1993 verzeichnen Indexfonds einen anhaltenden Kapitalzufluss und verwalten weltweit ca. 4,17 Bio. USD (Stand: Juli 2017), ETFGL, Pressemitteilung v. 26.07.2017. Vgl. *F. Schäfer*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), *Vermögensverwaltung*, § 1 Rn. 7 ff.; *Köndgen/Schmies*, in: *Bankrechts-Handbuch*, § 113 Rn. 259.

<sup>29</sup> Passive Anlagestrategien werden in Anlehnung an die Korrelationskennziffer auch als Beta-Investments bezeichnet, da die Rendite allein eine Prämie der Übernahme des sog. systematischen Risikos (Marktrisikos) darstellt, vgl. *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 207 ff.; *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, *CAIA Handbook*, S. 172 f.; siehe zum Risikobegriff in der Portfoliotheorie Kapitel 2 sub I. b) bb).

<sup>30</sup> Vgl. zu Gebühren in traditionellen Investmentfonds *French*, 63 J. Fin. 1537, 1543 ff. (2008); *Khorana/Servaes/Tufano*, 22 Rev. Fin. Stud. 1279 ff. (2009); *Malkiel*, 50 J. Fin. 549, 568 ff. (1995).

<sup>31</sup> Vgl. kritisch zu der Fähigkeit der Verwalter traditioneller US-Wertpapierfonds, den Markt anhaltend zu übertreffen und damit eine sog. Performance-Persistenz aufzuweisen bereits *Jensen*, 23 J. Fin. 389 ff. (1968); *Malkiel*, 50 J. Fin. 549, 555 ff. (1995); *Carhart*, 52 J. Fin. 57 ff. (1997); *French*, 63 J.

Marktmechanismen praktisch nachvollzogen.

Demgegenüber versprechen alternative Investmentfonds Zugang zu sog. „alternativen Ertragsquellen“, die nicht allein auf positiven Kursentwicklungen, Dividenden- und Zinszahlungen beruhen.<sup>32</sup> Ihre Bedeutung erhellt sich aus den angestrebten portfoliotheoretischen Diversifikationseigenschaften, die im Verhältnis zu allgemeinen Marktentwicklungen niedrig korrelierte Erträge versprechen.<sup>33</sup> Systematisch lassen sich unterschiedliche alternative Investmentfonds anhand der Fungibilität und Liquidität des Investitionsobjekts unterscheiden. Während auf der einen Seite kapitalmarktorientierte Anleger (Hedgefonds) an organisierten Märkten in meist standardisierte Finanzinstrumente investieren, erwerben andere Akteure („Private Equity im weitesten Sinne“) im Wege privater Verhandlungsprozesse illiquide Eigentumstitel und ergänzen diese um individuelle Finanzierungsstrukturen.

Eine zentrale Rolle spielen auf dem Markt für AIF zum einen institutionelle Anleger<sup>34</sup>, denen Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionsfonds<sup>35</sup>, aber auch Stiftungen, Staatsfonds<sup>36</sup>, Family Offices<sup>37</sup>, Dachfonds<sup>38</sup> und Industrieunternehmen<sup>39</sup> zuzurechnen sind. Zum anderen ist die Bedeutung von Investmentbanken hervorzuheben, die zentrale Dienstleistungen<sup>40</sup> für alternative Investmentfonds erbringen und vormals selbst zu diesen Akteuren im Wettbewerb standen, indem sie im Eigenhandel typische Hedgefondsstrategien verfolgten oder sich an Private Equity-Fonds beteiligten.<sup>41</sup>

---

Fin. 1537 ff. (2008); aus deutscher Perspektive *Kempf, ZfB* 2003, 201 ff.; demgegenüber bestätigen *Kosowski/Timmermann/Wermers/White*, 61 J. Fin. 2551 ff. (2006) jedenfalls für die erfolgreichsten Verwalter eine nicht durch Zufall erklärbare Performance-Persistenz.

<sup>32</sup> Portfoliotheoretisch erlaubt der Zugang zu alternativen Ertragsquellen im Vergleich zu einem vollständig diversifizierten Portfolio eine risikoverringende zusätzliche Diversifikation. Implizite Bedingung ist jedoch, dass diese Risiken nicht bereits (wie etwa Immobilien- oder Rohstoffrisiken) in den Aktienpreisen börsennotierter Unternehmen abgebildet sind.

<sup>33</sup> Vgl. *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 12 ff.

<sup>34</sup> Vgl. *Stowell*, Investment Banks, S. 226; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 56.

<sup>35</sup> Die weltweit von Pensionsfonds verwalteten Vermögenswerte werden auf ca. 35 Bio. USD (davon ca. 22 Bio. USD in US-Pensionsfonds) beziffert, vgl. *Willis Towers Watson*, Pensions 2016, S. 6.

<sup>36</sup> Vgl. zu Regulierungsfragen ihrer Anlagegeschäfte *Preisser*, SWF, S. 82 ff.

<sup>37</sup> Hierbei wird differenziert zwischen sog. Single bzw. Multi Family Offices, die das Vermögen einer bzw. mehrerer Familien verwalten, vgl. *Spremann*, Portfoliomanagement, S. 29 ff.

<sup>38</sup> Siehe zu Dachfonds sogleich sub II. 1. b).

<sup>39</sup> Unternehmensinterne Kapitalanlageabteilungen werden auch als *Treasury Management* bezeichnet.

<sup>40</sup> Vgl. zu den Geschäftsbereichen von Investmentbanken *Stowell*, Investment Banks, S. 6 ff.

<sup>41</sup> Vgl. anekdotisch zu einer Handelsabteilung der US-Bank Morgan Stanley, die statistische Arbitrage-

## 2. Hedgefonds

Im Hinblick auf die Anlagetechniken, Ertragsquellen und Risikoprofile stellen Hedgefondsstrategien eine sehr heterogene Gruppe alternativer Investmentfonds dar. Nach mehreren Entwicklungsphasen existieren weltweit nun ca. 10.000 Hedgefonds,<sup>42</sup> deren Bezeichnung sich ursprünglich von der Verwendung von Absicherungstechniken<sup>43</sup> ableitete. Kennzeichnend ist für Hedgefonds, dass sie grundsätzlich die Erzielung marktunabhängiger Renditen<sup>44</sup> verfolgen und hierzu besondere Anlagetechniken einsetzen.<sup>45</sup> Um die Erträge einer Strategie zu steigern verwenden Hedgefonds systematisch den Hebeleffekt von Fremdkapital (sog. Leverage)<sup>46</sup>, indem sie (Wertpapier-)Darlehen<sup>47</sup> aufnehmen oder Derivatkontrakte<sup>48</sup> eingehen. Durch den Einsatz von Derivaten und Leerverkäufen<sup>49</sup> können sie auch aus fallenden Kursen Gewinn erzielen und damit marktneutral handeln. Der Erwerb und Handel dieser oft individualisierten Instrumente erfolgt über die als sog. Prime Broker bezeichnete Geschäftsbank eines Hedgefonds.<sup>50</sup> Hedgefondsstrategien sind äußerst vielgestaltig, sodass nur eine vergrößernde Systematisierung möglich ist.<sup>51</sup> Sie lassen sich in Aktien-, Ereignis-, Trend- und Arbitragestra-

---

strategien verfolgte, *Teitelbaum*, Bloomberg Online v. 07.07.2011. Eigengeschäfte von US-Banken unterliegen nunmehr engen regulatorischen Voraussetzungen nach der sog. *Volcker-Regel*, die es Investmentbanken verbietet, in Hedgefonds und PE-Fonds zu investieren, vgl. überblicksartig *Elliot/Rauch*, SAFE White Paper No. 13, 2014, S. 1 ff.; rechtsvergleichend *Kumpan*, ZBB 2014, 201 ff.

<sup>42</sup> Vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 7 ff.; *Mallaby*, Money, S. 40 ff.; *Capocci*, Hedge Funds, S. 9 ff.

<sup>43</sup> Vgl. aber kritisch zu dem Anspruch des Hedging *Asness/Krail/Liew*, 28 J. Port. Man. 6, 16 (2001).

<sup>44</sup> Vgl. *Waring/Siegel*, 62 Fin. An. J. 14 ff. (2006) zum Verhältnis sog. *absolute* zu *relative returns*.

<sup>45</sup> Vgl. zu Definitionsansätzen *Naik*, ECON Report 2007, S. 2 f.; eingehend *Capocci*, Hedge Funds, S. 1 ff. Ein Handel an organisierten Wertpapiermärkten mit kurz- bis mittelfristigem Anlagehorizont ist zwar für viele, jedoch nicht alle Hedgefondsstrategien kennzeichnend, so aber *Zetzsche*, NZG 2009, 692, 694.

<sup>46</sup> Vgl. zum Leverageeffekt *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 221; siehe auch die aufsichtsrechtliche Legaldefinition von „Leverage“ gem. § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB.

<sup>47</sup> Vgl. zu den Gestaltungsformen *Stowell*, Investment Banks, S. 220; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 43 ff.

<sup>48</sup> Einführend zu OTC-Derivaten *Jahn/Reiner*, in: Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 1 ff.; aus finanzwirtschaftlicher Sicht *Hull*, Derivatives, S. 5 ff.; zu Rechtsfragen von Derivatkontrakten *Schüwer/Steffen*, in: Zerey (Hrsg.), Finanzderivate, S. 44 ff.; zu Regulierungsfragen *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 ff.; *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250, 253 ff. Der globale OTC-Derivatemarkt umfasst Nominalkontraktwerte i.H.v. ca. 691 Bio. USD, vgl. BIZ, Quarterly Review März 2015.

<sup>49</sup> Vgl. näher *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 126 ff.; zu regulatorischen Aspekten *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2012, 266 ff.; eingehend *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 73 ff.; *Jank/Smajlbegovic*, Working Paper 2015, S. 5 ff. für eine Quantifizierung der Leerverkaufsaktivitäten auf europäischen Finanzmärkten.

<sup>50</sup> Hedgefonds sind stark arbeitsteilig organisiert, dabei sind Prime Broker der Gruppe externer Dienstleister (*service provider*) zuzurechnen, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 90 ff.; *Strachmann*, Hedge Fund Management, S. 23 ff.; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 68 ff.

<sup>51</sup> Vgl. zu Klassifikationssystemen *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 159 ff.; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 77 f.;

tegien unterscheiden, deren Risikoprofile deutlich divergieren.<sup>52</sup>

### 3. Private Equity

Der Begriff Private Equity (PE) bezeichnet außerbörsliche Formen der Unternehmensfinanzierung, die nach der wirtschaftlichen Situation der finanzierten Unternehmen unterschieden werden können.<sup>53</sup> In einem engeren Sinne umfasst dies Leveraged Buyout-Strategien (LBO), in deren Rahmen ein LBO-Fonds unter hohem Fremdkapitaleinsatz für einen begrenzten Zeitraum eine Mehrheitsbeteiligung an einem operativ tätigen Unternehmen erwirbt, um durch Wertsteigerungen einen Veräußerungserlös zu erzielen.<sup>54</sup> Im weiteren Sinne umfasst Private Equity auch eine Vielzahl weiterer Strategien, die Unternehmen etwa mit Wagniskapital (Venture Capital, VC) in Früh- und Wachstumsphasen, mit Mezzanine-Kapital in Expansionsphasen oder mit Restrukturierungsstrategien in Ertragskrisen finanzieren.<sup>55</sup> Private Equity-Fonds zielen auf die Maximierung des Unternehmenswertes<sup>56</sup> ihrer Beteiligungen, indem sie einen temporären<sup>57</sup> und auf

---

sog. Multi-Strategie-Fonds vereinen mehrere Strategien, vgl. *Girish/Brady/Patel*, 10 J. Alt. Inv. 49 ff. (2007).

<sup>52</sup> Aktienstrategien (*long/short equity* bzw. *equity hedge*) sind der am weitesten verbreitete Ansatz, mit dem relative Bewertungsunterschiede in Aktientiteln kapitalisiert werden, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 163 ff.; *Capocci*, Hedge Funds, S. 137 ff. Ereignisorientierte Strategien (*event driven*) zielen auf die Kapitalisierung besonderer Ereignisse und erlangten durch sog. aktivistische Aktionäre Bekanntheit, vgl. *Wentrup*, Hedgefonds, S. 138 ff.; *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 179 ff.; *Brav/Jiang/Kim*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 195 ff.; *Capocci*, Hedge Funds, S. 194 ff. Als trendorientierte Strategie (*tactical trading*) ist (Global) Macro, die auf makroökonomischen Prognosen beruht, weit verbreitet, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 327 ff.; *Capocci*, Hedge Funds, S. 320 ff. Arbitragestrategien (*relative value*) zielen darauf ab, vorübergehende Bewertungsdifferenzen ähnlicher Wertpapiere zu kapitalisieren, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 243 ff.; *Capocci*, Hedge Funds, S. 156 ff.

<sup>53</sup> Vgl. überblicksartig *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 581 ff.; *Stowell*, Investment Banks, S. 315 ff.; *Caselli*, Private Equity, S. 3 ff.; *Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren, S. 76 ff.; *Wolf/Hill/Pfaue*, Strukturierte Finanzierungen, S. 29 ff.; zur Entwicklung in Deutschland *Feldhaus/Veith-Feldhaus*, S. 11 ff.; *Jowett/Jowett*, German Private Equity, S. 52 ff.

<sup>54</sup> Vgl. zu LBO-Strategien *Eilers/Koffka*, in: dies./Mackensen (Hrsg.), Private Equity, S. 1 f.; *Tasma*, Leveraged Buyout, S. 10 ff.; *Stowell*, Investment Banks, S. 343 ff.; *Kaplan/Strömberg*, 23 J. Econ. Persp. 121 ff. (2009); kritisch *Axelsson/Strömberg/Weisbach*, 64 J. Fin. 1549 ff. (2009). Nach Angermann M&A, Marktstudie 2015, S. 23 ff. waren Finanzinvestoren 2015 in 23,9 % aller Transaktionen unter Beteiligung deutscher Unternehmen involviert.

<sup>55</sup> Vgl. definitorisch *Demaria*, Private Equity, S. 21 ff.; zu VC-Fonds *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 475 ff. (1990); *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3, 5 (1999); *Weitmauer*, Venture Capital, S. 4; zu Mezzanine-Kapital *Gleske/Laudenklos*, in: Eilers/Rödding/Schmalenbach (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung, S. 517 ff.; zu Restrukturierungsstrategien *Knecht/Jesch*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 644.

<sup>56</sup> Ausgangspunkt ist das sog. *Modigliani-Miller-Theorem*, demzufolge der Verschuldungsgrad theoretisch – unter den Annahmen friktionsloser Märkte ohne Transaktions- oder Insolvenzkosten, ohne asymmetrische Informationen und bei zugleich finanzierungsneutraler Steuergesetzgebung – ohne

die Optimierung der Kapitalstruktur<sup>58</sup> ausgerichteten Investitionsansatz verfolgen.

#### 4. Alternative Investmentfonds im Übrigen

Darüber hinaus sind der Gruppe alternativer Investmentfonds eine Vielzahl weiterer Anlageformen zuzurechnen, die in der Regel auf der Erzielung konstanter Kapitalflüsse fußen und Parallelen zu PE-Strategien aufweisen ohne dabei unternehmerische Tätigkeiten zu verfolgen. Als kollektive Kapitalanlagestrukturen gehören ihnen etwa Immobilien-, Infrastruktur- oder Primärsektorfonds an.<sup>59</sup> Für das Verständnis der Risiken ist entscheidend, dass Anlageobjekte meist im Rahmen einer sog. Projektfinanzierungsstruktur erworben werden (sog. Akquisitionsfinanzierung), innerhalb derer sich Finanzierungsverträge und Sicherheiten auf die Objekt- bzw. Projektgesellschaft beschränken.<sup>60</sup> Eine Eigenheit des deutschen Kapitalanlagemarktes stellt schließlich die Anlageklasse der sog. „geschlossenen Fonds“ dar, die sich von übrigen AIF durch ihre Anlestruktur und ihre Anlagestrategien unterscheiden.<sup>61</sup> Auch Kreditfonds, die in unverbrieftem Darlehen investieren, sind als alternative Investmentfonds einzuordnen.<sup>62</sup> Abzu-

---

Bedeutung für den Gesamtwert des Unternehmens und die durchschnittlichen Gesamtkapitalkosten ist (sog. Irrelevanztheorem), vgl. *dies.*, 48 Am. Econ. Rev. 261 ff. (1958).

<sup>57</sup> Die Fondslaufzeit beträgt meist acht bis zehn Jahre, wobei Sponsoren oft nach ca. drei bis fünf Jahren beginnen, Kapital für einen Folgefonds einzuwerben, vgl. *Caselli*, Private Equity, S. 117 ff.; *Stowell*, Investment Banks, S. 319 ff.

<sup>58</sup> In der Realität bestimmt entgegen den Annahmen *Modiglianis* und *Millers* neben dem Ertrag der Investitionen (Aktiva) auch die Kapitalstruktur (Passiva), d.h. das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital, den Unternehmenswert, da Steuerrechtsordnungen die Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen gewährleisten, zugleich aber bei steigender Verschuldung das Insolvenzrisiko zunimmt, vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 427 ff.; *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte, S. 114 f.

<sup>59</sup> Vgl. zu Immobilienfonds *Trübstein*, Real Estate, S. 20 ff.; *Conradi*, in: Eilers/Koffka/Mackensen (Hrsg.), Private Equity, S. 295 ff.; zu Infrastrukturfonds *Inderst*, 15 EIB Papers 70 ff. (2010); *Stengel/Muhs*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 740 ff.; zu Primärsektorfonds *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 208 ff.; *John/Vishkai*, AR 2014, 54 ff. (Agrarfonds); *Bauerfeind/Rückel*, AR 2011, 46 ff. (Forstfonds).

<sup>60</sup> Dieses Modell wird auch als rückgrifflose Finanzierung (*non recourse*) bezeichnet, da eine Haftung des Fonds bzw. seiner Verwalter ausgeschlossen wird, vgl. *Jetter/Jörgens*, in: Eilers/Koffka/Mackensen (Hrsg.), Private Equity, S. 371 ff. sowie *Ingenhoven*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 256 ff.; *Stowell*, Investment Banks, S. 343 ff.

<sup>61</sup> „Geschlossene Fonds“, die bislang auch dem „grauen Kapitalmarkt“ zugeordnet wurden, sind dabei nicht im technisch-formalen Sinne, sondern vielmehr als strukturell abgrenzbares Marktsegment zu verstehen. Die zunehmend auch als „Sach-“ bzw. „Realwerte-Anlagen“ bezeichneten Produkte wurden primär an Privatanleger vertrieben, oft als steuerliche sog. Abschreibungsmodelle konzipiert und wiesen nicht selten unzureichende Diversifikations- und Risikosteuerungsstrukturen auf. Vgl. *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt (Hrsg.), Geschlossene Fonds, S. 6 ff.; *Sagasser*, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 27 Rn. 291 ff.; *Farkas-Richling*, in: ders./Fischer/Richter (Hrsg.), Private Banking, S. 381 ff.; zur „Erosion“ der Reputation *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63, 74.

<sup>62</sup> Kennzeichnend ist, dass Kreditfonds (sog. *private debt funds*) Kreditgeschäft betreiben, d.h. Fristen-,

grenzen sind AIF jedoch aus struktureller Perspektive von Verbriefungen sowie aus regulatorischen Gründen von sog. Schattenbanken.<sup>63</sup>

## II. Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds

### 1. Zentrale Vergütungsparameter

#### a) Fondsstruktur und Vergütungskomponenten

Die vielgestaltigen Phänotypen alternativer Investmentfonds weisen weitreichende Gemeinsamkeiten der Vergütungsparameter auf. Ihre zentralen Elemente sind eine Eigenbeteiligung des Fondsmanagers, volumenabhängige Verwaltungsvergütungen, gewinnabhängige Erfolgsvergütungen und ereignisabhängige Sonderzahlungen. Diese während der Fondslaufzeit unveränderten<sup>64</sup> Vergütungskomponenten fußen auf einer von der jeweiligen Anlagestrategie weitgehend unabhängigen Fondsstruktur, die gleichen rechtlichen Gestaltungsanforderungen geschuldet ist.<sup>65</sup> Ungeachtet der in der internationalen Kapitalanlagepraxis vorherrschenden Stellung ausländischer Rechtsordnungen werden alternative Anlagestrukturen auch nach nationalem Recht gegründet („aufgelegt“).

Sowohl in Hedge- als auch in Private Equity-Fonds dominieren gesellschaftsrechtliche Anlagestrukturen, die sich aus steuerneutralen Gesellschaftsformen auf Fondsebene (z.B. KG<sup>66</sup>, LP<sup>67</sup>, Ltd.<sup>68</sup> oder LLC<sup>69</sup>) und korporativ verfassten Strukturen auf der Ebe-

---

Losgrößen- oder Liquiditätstransformationen vornehmen, ohne dabei über Zugang zu Zentralbankfinanzierung zu verfügen oder Einlagensicherungssystemen anzugehören. Siehe zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von Kreditfonds Kapitel 3 sub I. 2. c) aa).

<sup>63</sup> Bei Verbriefungsstrukturen (auch *asset-backed securities*, ABS) handelt es sich i.d.R. nicht um Formen der Kollektivanlage, vgl. zu ABS näher *Sethe*, in: Bankrechts-Handbuch, § 114a Rn. 1; *Siepmann*, Selbstbehalt, S. 11; siehe zu sog. Schattenbanken Kapitel 2 sub I. 1. c) bb).

<sup>64</sup> Nachverhandlungen der gesellschaftsvertraglich fixierten Vergütungsparameter sind überaus selten, vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221 f. (2009) zu Hedgefonds; *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3 f. (1999) zu LPAs in Venture Capital-Fonds; nach ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 9 betreffen Nachverhandlungen in Private Equity-Fonds i.d.R. die Fondslaufzeit.

<sup>65</sup> Als zentrale Anforderungen an die Rechtsstruktur eines alternativen Investmentfonds werden regulatorische Freiheiten in der Anlagestrategie, die steuerliche Transparenz des Fondsvehikels und eine beschränkte Haftung von Anlegern und Fondsmanagement identifiziert, vgl. *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 57 f.; zu Private Equity-Fonds *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303 ff. (2010); *Lerner/Hardymon/Leamon*, *Venture Capital and Private Equity*, S. 66 ff.; *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, S. 175 ff.; zu Hedgefonds *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221 ff. (2009); *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 246 ff. (2009).

<sup>66</sup> Siehe zu Fondsstrukturen in der Rechtsform einer deutschen Kommanditgesellschaft näher Kapitel 3 sub I. 2. c); für ein Schaubild einer typisierten Private Equity-Fondsstruktur siehe Kapitel 3 sub V.

<sup>67</sup> In der einer deutschen Kommanditgesellschaft ähnlichen LP entspricht die Rolle des Kommanditis-

ne der Verwaltungsgesellschaft (z.B. GmbH oder Ltd.) konstituieren. Die Terminologie ist vielfältig, so wird die Verwaltungsgesellschaft auch als Asset Manager, Fondsmanager, Anlageberater, Sponsor<sup>70</sup>, Initiator<sup>71</sup>, *general partner* (GP)<sup>72</sup> und ihre Mitarbeiter bzw. Gesellschafter als Investment Professionals bzw. Partner bezeichnet.<sup>73</sup> Konträr zu Publikumsfonds ist der Kreis der beteiligten institutionellen Anleger (*limited partner*, LP) begrenzt.<sup>74</sup> Die Rechtsbeziehungen in alternativen Investmentfonds sind in hohem Maße grenzüberschreitender Natur.<sup>75</sup> Zur Vermeidung aufsichts- und steuerrechtlicher Restriktionen werden für den Sitz der Fondsgesellschaft niedrig regulierte sog. Onshore- bzw. Offshore-Finanzplätze gewählt („domiziliert“)<sup>76</sup>, wohingegen die Verwaltungs-

---

ten der des *limited partner* (LP), die des Komplementärs der des *general partner* (GP); der Gesellschaftsvertrag wird als *limited partnership agreement* (LPA) und der Gesellschaftsanteil als *LP interest* bezeichnet, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 85 ff.; *Strachmann*, Hedge Fund Management, S. 189 ff.; zur britischen LP *Fleet/Spangler/Lewin*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 793 ff.

<sup>68</sup> Insbesondere in Offshore-Fondsdomizilen finden in Ermangelung einer (nennenswerten) Ertragsbesteuerung oftmals auch körperschaftliche Strukturen (z.B. *limited company* (Ltd.) bzw. *corporation*) Verwendung, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 87 ff.

<sup>69</sup> Bei der *limited liability company* (LLC) handelt es sich um eine Hybridform des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts, die sowohl körperschaftliche als auch personengesellschaftliche Elemente aufweist, vgl. *Fleischer*, 83 NYU L. Rev. 1, 8 (2008); *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 247 (2009).

<sup>70</sup> Vgl. *Stowell*, Investment Banks, S. 92 („*financial sponsor*“); *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 91.

<sup>71</sup> Auch als „Emissionshaus“ sog. geschlossener Fonds bezeichnet, vgl. *Wagner*, in: Kapitalanlage-rechts-Handbuch, § 18 Rn. 1 ff.

<sup>72</sup> Die auch unabhängig von der konkreten Rechtsform verwendeten Bezeichnungen GP und LP beruhen auf der internationalen Verbreitung der *limited partnership*, vgl. *Axelsson/Strömberg/Weisbach*, 64 J. Fin. 1549, 1550 ff. (2009).

<sup>73</sup> Die Gesellschaftsanteile der Verwaltungs- bzw. Beratungsgesellschaft werden in der Regel von den Gründungspartnern des Fondsmanagements gehalten, sodass deren Individualvergütungsansprüche sowohl auf dienstvertraglicher als auch gesellschaftsrechtlicher Grundlage fußen.

<sup>74</sup> US-Hedgefondsmanager waren vor Einführung des Dodd-Frank-Act 2012 von der Pflicht zur Registrierung als *investment adviser* bei der SEC ausgenommen, wenn die von ihnen verwalteten Fonds auf 100 Anleger begrenzt waren oder das Nettoprivatvermögen jedes Anlegers 5 Mio. USD überstieg, vgl. *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833 f. (1999); zu den regulatorischen Neuerungen überblicksartig *Sorady/Domina/Cohen/Santo/Bregstein/Wiener/Okoshi/Governale*, 12 J. Inv. Comp. 4 ff. (2011); in Bezug auf Hedgefonds *Kaal*, 50 San Diego L. Rev. 243 ff. (2013); *Müller*, RIW 2011, 620 ff.

<sup>75</sup> Siehe zur Regulierung grenzüberschreitender Verwaltungssachverhalte Kapitel 3 sub I. 2. d) bb).

<sup>76</sup> Als führende Domizile von Hedge- und Private Equity-Fonds gelten vor allem die Kaimaninseln, der US-Bundesstaat Delaware, die Britischen Jungfraueninseln, Bermuda, die Kanalinseln Guernsey und Jersey sowie in der EU Irland, Luxemburg und Malta; 2013 waren 89 % aller AIF nicht in der EU angesiedelt (27 % Delaware (insbes. PE-Fonds), 43 % Kaimaninseln (insbes. Hedgefonds), 11 % übrige Karibik, 7 % Kanalinseln), vgl. *Jaecklin/Gamper/Shah*, Oliver Wyman Report 2011, S. 2 f.; *Clarkson/Jaeklin/Kaczmarzki*, Oliver Wyman Report 2014, S. 3. Vgl. zum Standortwettbewerb *Majcen*, Hedgefonds-Domizile, S. 11 ff.; zum europäischen Hedgefondsmarkt *Hankova/Lhabitant*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 63 ff. Der geographischen Distanz zu den in Onshore-Finanzzentren ansässigen Hedgefondsmanagern tragen sog. Administratoren an Offshore-Finanzplätzen Rechnung, die für diese Verwaltungsdienstleistungen (z.B. Buchhaltung, Berichter-

gesellschaften in der Regel in globalen Finanzmetropolen<sup>77</sup> angesiedelt sind.

Innerhalb dieser Fondsstruktur beteiligt sich das Fondsmanagement – d.h. die natürlichen Personen – i.H.v. ca. einem bis fünf Prozent an dem im Übrigen von externen Anlegern finanzierten Kapital des Fonds.<sup>78</sup> Für die Bemessung der ökonomischen Haftungsfunktion der Eigenbeteiligung ist die zugrunde liegende Finanzierungsstruktur entscheidend.<sup>79</sup> Während Eigenbeteiligungen in variierender Höhe in den von institutionellen Anlegern dominierten Marktsegmenten alternativer Investmentfonds als Marktstandard gelten, sind sie in sog. geschlossenen Fonds bislang unüblich.<sup>80</sup>

Die Verwaltung des Investmentfonds wird durch eine der Höhe nach konstante Verwaltungsgebühr (*management fee*) i.H.v. ca. zwei Prozent des Fondsvolumens p.a. vergütet und dient grundsätzlich der Kompensation geschäftsüblicher Aufwendungen.<sup>81</sup> Kennzeichnendes Merkmal ist jedoch die Vereinbarung einer erfolgsbezogenen Gebühr i.H.v. ca. 20 Prozent der Gewinne p.a.<sup>82</sup> Aufgrund der Eigenbeteiligung des Fondsmanage-

---

stattung) erbringen, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 99 ff.; *Kaiser*, Hedgefonds, S. 73 ff.

<sup>77</sup> Typische Standorte für Hedgefondsverwaltungs- bzw. -beratungsgesellschaften (in den USA sog. *hedge fund advisers*) sind die großen globalen Finanzzentren, vgl. *Teo*, 22 Rev. Fin. Stud. 3531 ff. (2009) zum (negativen) Einfluss größerer Entfernung eines Fondsmanagers zum Zielmarkt auf die Wertentwicklung.

<sup>78</sup> Aus aufsichts- und steuerrechtlichen Gründen beteiligen sich die Fondsmanager als natürliche Personen meist über ein als Personengesellschaft ausgestaltetes Beteiligungsvehikel – bei dem es sich jedoch nicht um die Verwaltungsgesellschaft handelt – an der Fondsgesellschaft. Diese Gesellschaft ist damit zugleich Begünstigte der als disquotale Gewinnausschüttungen ausgestalteten Erfolgsvergütungen. Vgl. *Demaria*, Private Equity, S. 91 ff.; nach *Fleischer*, 83 NYU L. Rev. 1, 8 (2008) sog. „*skin in the game*“.

<sup>79</sup> Oftmals wird die nominale Eigenbeteiligung des Fondsmanagements nur zu geringen Anteilen aus eigenen Kapitalbeiträgen, zum weit überwiegenden Teil jedoch aus Darlehen der Fondsgesellschaft finanziert, deren Tilgung durch eine Anrechnung von Verwaltungsvergütungen erfolgt. Eine Verständigungsvereinbarung der *British Private Equity and Venture Capital Association* (BVCA) mit der britischen Finanzverwaltung beziffert den Eigenkapitalanteil in einer typischen LP-Fondsstruktur auf unter 0,01 Prozent, BVCA/HMRC, MoU 2003, Ziff. 7.01. Gründe hierfür liegen auch im britischen Gesellschafts- und Insolvenzrecht, vgl. *Kestler*, Risikokapital, S. 188 Fn. 840.

<sup>80</sup> Abgesehen von aus regulatorischen bzw. steuerlichen Gründen notwendigen geringen Beteiligungen von Gesellschaften der sog. Initiatoren sind Eigenbeteiligungen am Fondsvermögen sog. geschlossener Fonds bislang nicht verbreitet. Diese Aussage stützt sich auf eine Auswertung einer Vielzahl von Angebotsunterlagen und Verkaufsprospekten und wurde durch Marktteilnehmer bestätigt.

<sup>81</sup> Diesen geschäftsüblichen Aufwendungen sind etwa Ausgaben für Miete, Finanz-, IT- und Researchdienstleistungen, Buchhaltung und Abschlussprüfung sowie Arbeitsentgelte zuzurechnen. Einmalige Beratungskosten im Zusammenhang mit der Fondsgründung werden hingegen meist unmittelbar dem Fondsvermögen belastet. Vgl. *Fleischer*, 83 NYU L. Rev. 1, 9 (2008); *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 62; ICGN, *Model Contract Terms*, S. 11.

<sup>82</sup> Die Vereinbarung eines Gewinnanteils von 20 % p.a. geht auf den Hedgefondsmanager A. W. Jones zurück, der die Höhe gegenüber Investoren mit Verweis auf eine entsprechende Gewinnverteilungsregel unter phönizischen Händlern begründet haben soll, vgl. *Mallaby*, *Money*, S. 30.

ments handelt es sich bei der in Hedgefonds als *performance fee* bzw. *profit fee*, in Private Equity-Fonds als *carried interest* bezeichneten Vergütung meist um eine disquotale Gewinnbeteiligung. Da die Erträge alternativer Investmentfonds oft auf der Erzielung von Veräußerungsgewinnen beruhen, erhellt sich die Bedeutung von Erfolgsvergütungen erst in Ansehung ihrer steuerlichen Privilegierung.<sup>83</sup> Erfolgsvergütungen können ferner an die Erzielung einer sog. Vorzugsrendite (Hurdle Rate), d.h. einer Mindestverzinsung des investierten Kapitals, geknüpft werden. Die Kombination beider Vergütungskomponenten wird aufgrund der branchenüblichen Höhe auch als „*two and twenty*-Modell“<sup>84</sup> bezeichnet und gilt als zentrales Charakteristikum der Branche.<sup>85</sup> Erfolgsvergütungen sind ferner ein Abgrenzungskriterium zu traditionellen Investmentfonds, unter denen sie bislang nur wenig Verbreitung gefunden haben.<sup>86</sup>

#### b) Vertriebsbezogene Vergütungen und Dachfonds

Zunehmend arbeitsteilige Strukturen auf den Märkten für Kapitalanlageprodukte haben die Rolle von Vertriebsintermediären und vertriebsbezogene Vergütungen in den Fokus ökonomischer und rechtlicher Diskussion gerückt.<sup>87</sup> Bei näherer Betrachtung offenbaren sich dabei erhebliche Disparitäten zwischen dem Marktsegment institutioneller und jenem privater Anleger, denn die Bedeutung dieses Problems ist weitgehend auf den Vertrieb von Publikumswertpapierfonds und insbesondere geschlossenen Fonds beschränkt. Die Initiatoren geschlossener Fonds delegieren die Einwerbung von Beteiligungskapital („Platzierung“) auf Grundlage einer Vertriebsvereinbarung in der Regel an Banken, Finanzdienstleister und sog. freie Vermittler, deren Vertriebs Erfolg durch den Initiator vergütet wird.<sup>88</sup> Diese Vertriebskosten trägt wirtschaftlich hingegen regelmä-

---

<sup>83</sup> Viele Rechtsordnungen qualifizierten Veräußerungsgewinne (*capital gains*) früher als steuerfreie Spekulationsgewinne, vgl. kritisch in Bezug auf das US-Steuerrecht V. Fleischer, 83 NYU L. Rev. 1, 3 ff. (2008).

<sup>84</sup> Boxberger, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), Private Equity, S. 132 Fn. 496.

<sup>85</sup> Vgl. van den Burg/Rasmussen, PES Studie 2007, S. 8 („*unchallenged ,characteristic‘ of the industry*“).

<sup>86</sup> Vgl. Khorana/Servaes/Tufano, 22 Rev. Fin. Stud. 1279 ff. (2009) für eine eingehende Untersuchung der Gebührenstrukturen in traditionellen Investmentfonds im globalen Vergleich; nach Scope, Gebührenstudie 2012, S. 4 f. berechnet rund ein Viertel der in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Publikumswertpapierfonds erfolgsabhängige Vergütungen. US-amerikanische *mutual funds* verzichten aufgrund regulatorischer Beschränkungen in der Regel auf erfolgsabhängige Gebühren (sog. *fulcrum fees*), vgl. Fung/Hsieh, 6 J. Emp. Fin. 309, 316 (1999); Kaiser, Hedgefonds, S. 36 f.

<sup>87</sup> Siehe zur rechtlichen Einordnung vertriebsbezogener Vergütungen Kapitel 3 sub III. 1. c).

<sup>88</sup> Vgl. Zetzsche, Prinzipien, S. 702 ff.; Loritz/Wagner, NZG 2013, 367, 368 f.

ßig der Anleger, indem sowohl eine offen ausgewiesene Gebühr (sog. Ausgabeauf- bzw. Rücknahmeabschlag, auch: Agio) erhoben als auch das Beteiligungskapital belastet wird.<sup>89</sup> Abhängig von der konkreten Ausgestaltung der von dem Initiator an den Vertriebsintermediär geleisteten Vermittlungsvergütung wird diese auch als Rückvergütung, Provision, Kick-Back oder Retrozession bezeichnet und umfasst sowohl einmalige Abschlussprovisionen als auch während der Beteiligungsdauer gewährte sog. Bestandsprovisionen.<sup>90</sup>

Für Fondsmanager alternativer Investmentfonds, deren Investorengruppe sich meist aus wenigen institutionellen Anlegern zusammensetzt, stellt die Kapitaleinwerbung hingegen eine genuine Aufgabe des Fondsmanagements dar. Professionelle Unterstützung bei der Kapitaleinwerbung bieten als spezialisierte Vermittler sog. Platzierungsagenten<sup>91</sup>. Diese unterhalten Kontakte zu institutionellen Anlegern und unterstützen Kapital einwerbende Fondsmanager entweder durch eine bloße persönliche Zusammenführung mit potentiellen Anlegern oder durch umfassendere Beratungsdienstleistungen über das Beteiligungsangebot.<sup>92</sup> Die Platzierungstätigkeit wird regelmäßig durch eine erfolgsabhängige Vermittlungsprovision von ca. 0,5 bis 2,5 Prozent des eingeworbenen Kapitals vergütet, die sich nach dem Dienstleistungsumfang, der Reputation des Vermittlers und

---

<sup>89</sup> *Farkas-Richling*, in: ders./Fischer/Richter (Hrsg.), *Private Banking*, S. 432 f. verweist auf eine Erhebung von 2010, wonach das Eigenkapital geschlossener Fonds je nach Anlageklasse durch sog. „Weichkosten“ i.H.v. ca. 14–21 % belastet wurde.

<sup>90</sup> Hinsichtlich der Vertriebskostenstruktur bestehen deutliche Unterschiede zwischen Publikumswertpapierfonds und sog. geschlossenen Fonds. Das Beteiligungskapital letzterer wird durch den Verwalter neben einem ausgewiesenen Agio regelmäßig durch weitere, nicht offen ausgewiesene Gebühren („Eigenkapitalbeschaffungskosten“) belastet, woraus dieser eine versteckte – meist einmalige – Vertriebsvergütung an den jeweiligen Vertriebspartner (z.B. Anlageberater) zahlt. In Publikumswertpapierfonds erfolgt eine Vergütung des Vertriebspartners neben einem einmaligen Agio grundsätzlich über sog. Bestandsprovisionen, die der Fondsverwalter der vereinbarten jährlichen Verwaltungsvergütung entnimmt; Bestandsprovisionen in Deutschland vertriebener aktiv verwalteter Publikumswertpapierfonds belaufen sich nach Marktangaben auf ca. 0,3–0,9 % des angelegten Kapitals p.a.; vgl. zur rechtlichen Einordnung *Loritz/Wagner*, NZG 2013, 367, 368 f.; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 928.

<sup>91</sup> Zur Tätigkeit von Platzierungsagenten (*placement agents*) vgl. *Dembowski*, *Institutional Money* 4/2010, S. 106 ff.; *Rikato/Berk*, Working Paper 2012, S. 2; *Cain/McKeon/Solomon*, Working Paper 2015, S. 3 zufolge mandatierten 75 % der untersuchten Private Equity-Fonds im Jahr 2011 Platzierungsagenten, 1991 hingegen nahezu noch keiner; siehe auch die Verhaltensanforderungen an Platzierungsagenten in EVCA, Handbook 2012, S. 41 ff. (Placement Agents Supplementary Code of Conduct, October 2009). Zur Rolle der im Hedgefondsmarkt verbreiteten sog. Vertriebspartner (*third-party distributor*) vgl. *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 106 f.; *Strachmann*, *Hedge Fund Management*, S. 25.

<sup>92</sup> Vgl. *Dembowski*, *Institutional Money* 4/2010, S. 106 ff.; *Cain/McKeon/Solomon*, Working Paper 2015, S. 2 ff.

der Größe des Fondsvolumens bemisst.<sup>93</sup> Die Kosten dieser Vermittlungstätigkeit trägt entweder – dem „Bestellerprinzip“ folgend – der beauftragende Fondsmanager<sup>94</sup>, teilweise aber auch die Fondsgesellschaft als Gründungskosten<sup>95</sup> und demnach mittelbar die Anleger. Mitunter wird ein Platzierungsagent auch als spezialisierter Berater durch einen institutionellen Anleger mandatiert und ausschließlich von diesem vergütet.<sup>96</sup>

Eine Intermediärfunktion mit Entscheidungsbefugnis nehmen demgegenüber Dachfonds ein, die als Kapitalsammler und Anleger in mehrere Zielfonds eines bestimmten Marktsegments investieren.<sup>97</sup> Für die Beteiligung an einem Dachfonds wird Anlegern üblicherweise eine Verwaltungsvergütung i.H.v. ca. 0,5 bis 1,5 Prozent des verwalteten Fondsvolumens p.a. zuzüglich einer Erfolgsvergütung i.H.v. ca. fünf bis 15 Prozent der Gewinne p.a. berechnet, die neben den Kosten auf Zielfondsebene entstehen.<sup>98</sup> Dachfonds versprechen Anlegern neben Diversifikationseffekten und dem Zugang zu großvolumigen Anlagevehikeln besondere Expertise bei der Strategie- und Verwalterselektion sowie eine fortlaufenden Überwachung der Beteiligungen.<sup>99</sup>

## 2. Hedgefonds

### a) Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen

Vergütungsstrukturen in Hedgefonds weisen Charakteristika auf, die seit ihrer erstmaligen Verwendung durch A.W. Jones<sup>100</sup> weitgehend unverändert geblieben sind.<sup>101</sup> Die

---

<sup>93</sup> Marktüblich sind hingegen auch prozentuale Beteiligungen des Intermediärs am Einkommen des Fondsmanagers, die dieser während der Dauer der eingeworbenen Beteiligung erzielt. Vgl. zu bloßen Vermittlungsprovisionen (*finder's fees*) bzw. höheren Beratungsvergütungen (*advisory fees*) Cain/McKeon/Solomon, Working Paper 2015, S. 8; Rikato/Berk, Working Paper 2012, S. 4 ff.

<sup>94</sup> EVCA, Handbook 2012, S. 15 ff.; Gottschalg/Kreuter/Phalippou, AR 2007, 48, 55 verweisen darauf, dass die Platzierungsvergütung mitunter die Verwaltungsgebühren des ersten Fondsjahres aufzehren.

<sup>95</sup> Vgl. zu typischen Gründungskostenpositionen (*set-up fees*) Demaria, Private Equity, S. 91.

<sup>96</sup> Vgl. zur Rolle institutioneller Anlageberater (*investment consultants*) Desormeau, in: Smith/Shawky (Hrsg.), Institutional Money Management, S. 104 f.

<sup>97</sup> Vgl. zu Dachfonds (*fund of funds*) Stowell, Investment Banks, S. 240 f.; von Kuhlberg/Seidel, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 42 ff.

<sup>98</sup> Vgl. für Dach-Hedgefonds *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 584 ff.; für Private Equity-Dachfonds von Kuhlberg/Seidel, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 42 f.

<sup>99</sup> Vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 579 ff.; Ang/Rhodes-Kropf/Zhao, NBER Working Paper 2008, S. 19 f. Bezüglich Hedgefonds ist hervorzuheben, dass auch sog. Multi-Strategie-Ansätze als Kombination mehrerer Anlagestrategien Diversifikationseffekte versprechen, vgl. Girish/Brady/Patel, 10 J. Alt. Inv. 49 ff. (2007) unter dem Titel „Are Fund of Funds Simply Multi-Strategy Managers with Extra Fees?“.

<sup>100</sup> Als erster Hedgefondsmanager gilt gemeinhin Alfred Winslow Jones, dessen 1949 gegründeter Long/Short Equity-Fonds von einer Journalistin als „*hedge fund*“ bezeichnet wurde, vgl. Loomis,

Verwaltungsvergütung beläuft sich auf ca. ein bis zwei Prozent p.a. des Nettoinventarwerts<sup>102</sup> und die Erfolgsvergütung<sup>103</sup> auf ca. 20 Prozent der Erträge p.a. nach Abzug der Verwaltungsvergütung.<sup>104</sup> Die Entstehung des Anspruchs auf eine Erfolgsvergütung kann an das Überschreiten einer Hurdle Rate<sup>105</sup> geknüpft werden, indes haben derartige Vereinbarungen in Hedgefonds nur begrenzte Verbreitung<sup>106</sup> gefunden.

Für die Berechnung der Erfolgsvergütung ist der Kapitalhöchststand (High-Water Mark) von zentraler Bedeutung, dessen Verwendung als Marktstandard zu betrachten ist.<sup>107</sup> Er soll verhindern, dass das Wiederaufholen vorheriger Wertverluste erneut als Bemessungsgrundlage einer Erfolgsvergütung herangezogen wird. Der Anspruch auf die Erfolgsvergütung entsteht somit nur in Bezug auf den Wertzuwachs, den der Fondsanteil zu einem späteren Zeitpunkt ab Wiedererreichen des letzten Höchststandes erzielt.<sup>108</sup> Die High-Water Mark kann auf der Ebene des Fonds oder – methodisch anspruchsvoller – individuell, d.h. bezogen auf den Fondsbeitrag des jeweiligen Anlegers, bestimmt

---

Fortune Magazine 4/1966, S. 237 ff.; *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 8 ff.; *Mallaby*, Money, S. 15 ff.

<sup>101</sup> Vgl. *Capocci*, Hedge Funds, S. 98 ff.; *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 250 f. (2009).

<sup>102</sup> Vgl. *Mostowfi/Meier*, Alternative Investments, S. 151.

<sup>103</sup> Während der Ausdruck *performance fee* eine Leistungsbezogenheit der Vergütung vermuten lässt, ist tatsächlicher Bezugspunkt aber der – allein messbare – wirtschaftliche Erfolg. Siehe zur Relevanz risikoangepasster Erfolgsrechnung für Erfolgsvergütungen Kapitel 2 sub II. 2. c).

<sup>104</sup> Vgl. Towers Watson, Hedge Fund Report 2012, S. 17, die eine sinkende prozentuale Höhe verzeichnen; *French*, 63 J. Fin. 1537, 1548 ff. (2008) ermittelt wertgewichtet durchschnittlich 1,28 % für Verwaltungs- und 19,15 % für Erfolgsvergütungen; *Naik/Ramadorai/Strömqvist*, 13 EFM 239, 254 f. (2007) stellen im Zeitraum 1994–2004 einen Anstieg des Mittelwerts der Erfolgsvergütungen von 16 auf 19 % fest; demgegenüber verzeichneten *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 844 (1999) noch durchschnittliche Gebührenwerte von 1,25 % Verwaltungs- und ca. 14 % Erfolgsvergütung. Vereinzelt Hedgefondsmanager verlangen auch deutlich höhere Gebühren, so soll *Steven Cohen* (SAC Capital) ein „3 % plus 35 %“-Modell und *Jim Simons* (Renaissance Technologies) eine „5 % plus 44 %“-Formel zu Grunde gelegt haben, *Hull*, Risk Management, S. 76.

<sup>105</sup> Verwendung finden in Hedgefonds als Hurdle Rate anstelle fixer Zinssätze vielmehr Interbankensätze (z.B. LIBOR, EURIBOR), bei deren Überschreiten sich der Anspruch auf die Erfolgsvergütung entweder auf den Gesamtgewinn (*soft hurdle*) oder allein auf den Mehrertrag oberhalb des Zinssatzes (*hard hurdle*) beziehen kann, vgl. *Kaiser*, Hedgefonds, S. 54; *Liang*, 55 Fin. An. J. 72 (1999).

<sup>106</sup> *Jorion/Schwarz*, 111 J. Fin. Econ. 311, 316 Fn. 8 (2014) verweisen darauf, dass einschlägige Datenbanken nur sehr begrenzte Angaben zu Hurdle Rates enthalten, so sollen allein 14 % eine Hurdle Rate verwenden; auch *Liang*, 55 Fin. An. J. 72, 75 (1999) stellt nur in 13,6 % der Fonds der Stichprobe eine Verwendung fest; vgl. dagegen aber *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2231 (2009), die Hurdle Rates bei 60 % aller Hedgefonds verzeichnen.

<sup>107</sup> Nach *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2231 (2009) nutzen 80 % aller Hedgefonds High-Water Marks; siehe zu agenturtheoretischen Implikationen Kapitel 2 sub II. 2. b) bb).

<sup>108</sup> *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221 f. (2009); vgl. auch *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), Investmentfonds, S. 861 zu traditionellen Investmentfonds.

werden.<sup>109</sup> In typischen Hedgefonds, die von einer managergeführten Gesellschaft<sup>110</sup> verwaltet werden, erzielt das Management ferner erfolgsabhängige Bezüge aufgrund einer Eigenbeteiligung am Fonds.<sup>111</sup> Die Höhe dieser Eigenbeteiligung variiert abhängig vom Erfolg der Anlagestrategie, da sich der Fondsmanager oft zur Reinvestition der Erfolgsvergütungen verpflichtet.<sup>112</sup> Ihre durchschnittliche Höhe wird auf ca. ein bis fünf Prozent des Fondsvermögens (*assets under management*, AUM) taxiert.<sup>113</sup> Der Anteil erfolgsabhängiger Vergütungen kann die Gesamtvergütungshöhe zwar wesentlich beeinflussen<sup>114</sup>, indes überwiegt durchschnittlich der Anteil der Verwaltungsvergütungen<sup>115</sup>. Die prozentuale Vergütungshöhe hängt wiederum von der vergangenen Ergebnisentwicklung und Kapitalzuflüssen ab, sodass erfolgreiche Fondsmanager durchschnittlich höhere Vergütungsanteile berechnen.<sup>116</sup>

#### b) Liquiditätssteuernde Gebühren

Darüber hinaus enthalten Beteiligungsvereinbarungen in Hedgefonds risikosteuernde Gebührenelementen im Rahmen der sog. Rückgabebedingungen. Diese dienen der Begrenzung von Liquiditätsrisiken<sup>117</sup> und weisen positive Renditeeffekte für Anleger<sup>118</sup>

---

<sup>109</sup> Bei Verwendung des zweiten Ansatzes können Fonds- und Anlegerrenditen voneinander abweichen, vgl. *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, S. 151 f.; *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685 Fn. 2 (2003).

<sup>110</sup> Im Folgenden bleiben hingegen Hedgefonds und andere Wertpapierfonds, die durch Asset Management-Gesellschaften von Banken verwaltet werden, außer Betracht. In dieser Konstellation ist eine Beteiligung der Asset Management- oder Konzernmuttergesellschaft am Fondsvermögen unüblich.

<sup>111</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2223 f. (2009).

<sup>112</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2224 (2009).

<sup>113</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2229 ff. (2009), die in einer Auswertung mehrerer Hedgefonds-Datenbanken 7.535 Hedgefonds identifizieren und mangels verfügbarer Daten zur Höhe der Eigenbeteiligung unter Annahme einer vollständigen Reinvestition von Erfolgsvergütungen einen statistischen Mittelwert von 7,1 % der AUM sowie einen Median von 2,4 % der AUM errechnen. Zugleich sind Fälle erfolgreicher Hedgefonds bekannt, deren Manager externe Anleger gänzlich auszahlten um allein eigene Mittel zu verwalten, vgl. *Mallaby*, *Money*, passim.

<sup>114</sup> Vgl. *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685 f. (2003) zum Beispiel des Quantum-Fonds, dessen Fondsmanagement 1995 nach einer Bruttowertsteigerung um 49 % eine Gesamtvergütung von 393 Mio. USD erzielte, nach einem geringen Verlust 1996 jedoch nur eine Vergütung von 54 Mio. USD erhielt.

<sup>115</sup> Vgl. modellhaft *Lan/Wang/Yang*, 110 J. Fin. Econ. 300, 320 f. (2013). Ein Grund sind die mit höheren Fondsvolumina steigenden Skalenerträge, vgl. *Towers Watson*, *Hedge Fund Report 2012*, S. 17.

<sup>116</sup> Vgl. *Deuskar/Wang/Wu/Nguyen*, Working Paper 2013, S. 6 ff. zur Abhängigkeit von vergangenen Wertentwicklungen bei Fondsneugründungen; *Agarwal/Ray*, Working Paper 2012, S. 11 ff. zu Veränderungen der Gebührenstruktur während der Fondslaufzeit.

<sup>117</sup> Liquiditätsrisiken resultieren in offenen Fondsstrukturen aus der fristeninkongruenten Finanzierungsstruktur, dass also Anteilsrückgaben mit einer eingeschränkten Liquidität des Fondsportfolios konfliktieren. Insbesondere in illiquiden Märkten und bei marktbezüglichen Volumina können Des-

auf, bergen zugleich aber Potential für Interessenkonflikte<sup>119</sup>. Innerhalb der oftmals ausdifferenzierten Rückgabebedingungen sind zunächst verschiedene Fristenregelungen gebräuchlich. Zunächst wird eine Kapitalbindungsfrist vereinbart, während der Anteilsrückgaben ausgeschlossen sind.<sup>120</sup> Danach unterliegen Anteilsrückgaben einer mehrmonatigen Kündigungsfrist zu bestimmten Stichtagen sowie volumenmäßigen Beschränkungen.<sup>121</sup> Schließlich erfolgt die Kapitalrückzahlung oft erst nach einer Rückzahlungsfrist. Diese starren liquiditätssteuernden Mechanismen werden durch vergütungsbasierte Anreize in Form von Rückgabegebühren bzw. Rücknahmeabschlägen (*redemption fees*) ergänzt. Anders als traditionelle (Publikums-)Investmentfonds erheben Hedgefonds zwar bei Beitritt selten Ausgabeaufschläge.<sup>122</sup> Im Zusammenhang mit Anteilsrückgaben finden aber vielfältige Gebührenklauseln Verwendung. So kann etwa die Kapitalbindungsfrist dahingehend modifiziert werden, dass Anteilsrückgaben gegen Zahlung eines Kündigungsabschlags auch während der Frist möglich sind.<sup>123</sup> Ferner werden Anteilsrückgaben generell mit Kündigungsgebühren verknüpft, die zwei Prozent des Anlagebetrages selten überschreiten.<sup>124</sup>

### 3. Private Equity-Fonds

#### a) Verwaltungs- und Sondervergütungen

Die Vergütungsstrukturen von Private Equity-Fonds stellen sich bei sämtlichen PE-

---

investitionen zu einem Preisverfall der Positionen führen oder nicht möglich sein. Vgl. *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), *Financial Stability*, S. 174; zu den Folgen für Dach-Hedgefonds *Klebeck*, ZBB 2012, 30 f.; siehe zu Investmentrisiken Kapitel 2 sub I. 1. b) bb).

<sup>118</sup> Empirischen Untersuchungen zufolge sind Liquiditätsbeschränkungen mit statistisch signifikanten Überrenditen korreliert (sog. Illiquiditäts- bzw. Lockup-Prämie), nach *Aragon*, 83 J. Fin. Econ. 33, 56 (2007) ca. 4–7 % p.a.

<sup>119</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung liquiditätssteuernder Gebühren Kapitel 3 sub III. 1. d) bb).

<sup>120</sup> Vgl. zu Kapitalbindungsfristen (*lock-up periods*) *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2223 ff. (2009); *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, S. 152.

<sup>121</sup> Vgl. zu Kündigungsfrist (*notice period*), Rückgabestichtagen (*dealing days*), Rückzahlungsfrist (*redemption period*) und höhenmäßigen Rückgabegrenzen (*gates*) *Dobrauz/Rosenauer*, ZFR 2010, 62, 66 f.; *Kaiser*, *Hedgefonds*, S. 49 ff.; *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2223 ff. (2009).

<sup>122</sup> Vgl. zu diesen Zeichnungsgebühren (*subscription, front-end* bzw. *load fees*) näher *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2228 (2009).

<sup>123</sup> Vgl. zu dieser „weichen“ Kapitalbindung (*soft lock-up*) *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 29; *Kaiser*, *Hedgefonds*, S. 49; *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, S. 152 f.

<sup>124</sup> Vgl. zu *redemption* bzw. *back-end fees* *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 29 f.; *Kaiser*, *Hedgefonds*, S. 55.

Strategien im weitesten Sinne vergleichbar dar.<sup>125</sup> Zunächst erhält die von den Sponsoren kontrollierte Verwaltungsgesellschaft<sup>126</sup> eine Verwaltungsvergütung i.H.v. ca. zwei Prozent p.a. des Fondsvolumens.<sup>127</sup> Für die Bemessung ist von Bedeutung, dass das Portfoliovolumen aufgrund des sukzessiven Beteiligungsauf- und -abbaus im Verlauf der Fondslaufzeit variiert.<sup>128</sup> Als Bemessungsgrundlage der Verwaltungsvergütung wird daher während der regelmäßig als fünfjährigen Zeitraum definierten Investitionsperiode anstelle des tatsächlich investierten das zugesagte Kapital, d.h. die Einzahlungsverpflichtungen der Anleger, herangezogen.<sup>129</sup> Im Anschluss daran variiert der Bezugspunkt der Vergütung und kann sich entweder – bei z.T. verringertem prozentualen Anteil – weiterhin auf das zugesagte Kapital, auf die Buchwerte der Beteiligungen oder auf die Summe des noch nicht zurückgezahlten Kapitals beziehen.<sup>130</sup> Bei realistischer Annahme einer während der Laufzeit durchschnittlichen Investitionsquote von ca. 50 Prozent beläuft sich die effektive Verwaltungsvergütung in Bezug auf das investierte – d.h. tatsächlich verwaltete – Vermögen auf das Doppelte der nominalen Höhe.<sup>131</sup> Keinen oder deutlich reduzierten Verwaltungsvergütungen unterliegen hingegen Direkt- oder Co-Investments institutioneller Anleger in Portfoliobeteiligungen<sup>132</sup> sowie transaktionsbe-

---

<sup>125</sup> Vgl. zu Vergütungsvereinbarungen in PE-Fonds allgemein *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303 ff. (2010); Towers Watson, Private Equity Report 2011, S. 12 ff.; *Morris*, Private Equity CSFI Report 2010, S. 27 ff.; zu Venture Capital-Fonds *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3 ff. (1999); *Litvak*, 76 U. Chi. L. Rev. 161 ff. (2009); zu Infrastrukturfonds *Inderst*, 15 EIB Papers 70, 75 (2010); zu Immobilienfonds *Marrs/Hellebusch/Das*, 24 Real Est. Fin. J. 5 ff. (2009); zu Besonderheiten der Berechnungsmethodik in Immobilienfonds INREV, Guidelines 2014, S. 93 ff.

<sup>126</sup> Siehe für eine typisierte Private Equity-Fondsstruktur Kapitel 3 sub I. 2. c) cc).

<sup>127</sup> Während die durchschnittliche Vergütungshöhe in Buyout-Fonds selten mehr als 2 % beträgt, beläuft sie sich in VC-Fonds oft auf 2,5 %, vgl. *Hüther*, Delegated Portfolio Management, S. 18; *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2311 (2010).

<sup>128</sup> Mit jeder Transaktion eines Private Equity-Fonds ändert sich i.d.R. auch die Kapitalstruktur der Fondsgesellschaft, da Kapitalbeiträge zeitlich gestaffelt abgerufen und investiert werden. Im Gegensatz zu liquiden Kapitalanlageformen fallen daher in PE-Fonds die Kapitalzusage (*commitment*) und der Kapitalabruf (*capital call* bzw. *drawdown*) zeitlich auseinander, sodass der Anleger die Ungewissheit über Zeitpunkt und Höhe der Kapitalabrufe im Rahmen seiner Anlagedispositionen zu berücksichtigen hat, vgl. *Ljungqvist/Richardson*, NBER Working Paper 2003, S. 10 ff.

<sup>129</sup> Vgl. zum zugesagten Kapital (*committed capital*) als Kennziffer *Stowell*, Investment Banks, S. 396 f.

<sup>130</sup> Vgl. zu verschiedenen Berechnungsmodi *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2309 f. (2010); *Gottschalg/Kreuter/Phalippou*, AR 2007, 48, 50; *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 149 ff. (2009).

<sup>131</sup> Vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 156 (2009) unter Verweis auf *Ljungqvist/Richardson*, NBER Working Paper 2003, S. 10 ff.; *Gottschalg/Kreuter/Phalippou*, AR 2007, 48 f.

<sup>132</sup> Direkt- bzw. Ko-Investments durch institutionelle Anleger eines Private Equity-Fonds, denen ein Bedeutungszuwachs zugeschrieben wird, ist gemein, dass individuelle Beteiligungen an Portfoliounternehmen unmittelbar durch den Anleger erworben und somit nicht durch die Fondsstruktur vermittelt werden; vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 153 (2009); *Fang/Ivashina/Lerner*, 116 J. Fin. Econ. 160 ff. (2015); *Demaria*, Private Equity, S. 93 ff.; *Clark*, WSJ Online v. 10.10.2014.

zogene sog. Club Deals<sup>133</sup>.

Neben diesen Verwaltungsvergütungen tragen Anleger in Private Equity-Fondsstrukturen vielfältige weitere Kosten. Zum einen betrifft dies Kosten, welche die Fonds- bzw. eine Portfoliogesellschaft – d.h. nicht die Verwaltungsgesellschaft des Fondsmanagers – für externe Dienstleistungen übernimmt.<sup>134</sup> Zudem erhält der Fondsmanager neben der Verwaltungsvergütung oft sog. Transaktionsgebühren (*transaction* bzw. *deal fees*)<sup>135</sup> sowie Vergütungen für Überwachungs- und Beratungsdienstleistungen (*monitoring, advisory* bzw. *directors' fees*)<sup>136</sup> gegenüber Portfoliounternehmen.<sup>137</sup> Nach Maßgabe ergänzender Vereinbarungen erfolgt oft eine anteilige Verrechnung von Sondervergütungen mit laufenden Verwaltungsvergütungen.<sup>138</sup> Die marktübliche Höhe von Sondervergütungen kann in Verbindung mit Verrechnungsklauseln bedeuten, dass zeitweilig – etwa bei Vollinvestition des Fonds – keine Verwaltungsvergütung erhoben wird.<sup>139</sup>

#### b) Carried Interest und Managementbeteiligungen

Die erfolgsabhängige Vergütung der Manager bzw. Sponsoren<sup>140</sup> eines Private Equity-

---

<sup>133</sup> Bei sog. Club Deals handelt es sich um Transaktionssyndikate in Form intern verwalteter Beteiligungsstrukturen einer Anlegergruppe (z.B. Privat- oder Finanzinvestoren), die ihre Mittel zur Finanzierung einer individualisierten Transaktion bündeln, vgl. *Farkas-Richling*, in: ders./Fischer/Richter (Hrsg.), *Private Banking*, S. 392 f.; *Seibt/Jander-McAlister*, DB 2013, 2374 ff. und 2433 ff.

<sup>134</sup> Regelmäßig werden etwa die Gründungs- und Organisationskosten (*organisational expenses*) sowie die mit Akquisitions- bzw. Desinvestitionsmaßnahmen verbundenen Transaktionskosten (*operating expenses*) für Rechts-, Steuerberatungs-, Prüfungs- und Beratungsdienstleistungen von Investmentbanken bzw. Unternehmensberatern durch die Fondsgesellschaft oder Portfoliogesellschaften beglichen. Vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 149 (2009); *Stowell*, *Investment Banks*, S. 397; zu typischen Kostenpositionen in Immobilienfonds INREV, *Guidelines 2014*, S. 97 f.

<sup>135</sup> *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2319 (2010) zufolge belaufen sich Transaktionsgebühren auf ca. 2 % eines Transaktionsvolumens bis 100 Mio. USD sowie auf 1 % des darüberhinausgehenden Wertes und finden regelmäßige Verwendung in Kauf-, seltener auch in Verkaufstransaktionen; vgl. auch *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 150 (2009); *Eidenmüller*, ZHR 171 (2007), 644, 650 f.

<sup>136</sup> Nach *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2320 (2010) betragen diese Monitoringgebühren ca. 2 % des operativen Ertrags p.a. und werden unabhängig von der tatsächlichen Beteiligungsdauer für einen Zeitraum von fünf Jahren berechnet.

<sup>137</sup> Vgl. *Gottschalg/Kreuter/Phalippou*, AR 2007, 48, 52; *Ellrott*, in: Eilers/Koffka/Mackensen (Hrsg.), *Private Equity*, S. 597; eingehend *Morris*, Working Paper 2011, S. 4 ff.

<sup>138</sup> Nach *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2319 f. (2010) werden Transaktionsgebühren i.d.R. zu 50 % und Monitoringgebühren zu 80 % mit der Verwaltungsvergütung verrechnet (*fee offset*); vgl. auch *Kaplan/Strömberg*, 23 J. Econ. Persp. 121, 124 (2009).

<sup>139</sup> Vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 151 ff. (2009).

<sup>140</sup> Die zum Bezug von Carried Interest Berechtigten (z.B. Gründungspartner des Sponsors, Fondsmanager oder Beiräte), werden als sog. Carry Holder bezeichnet.

Fonds wird als Carried Interest<sup>141</sup> („Carry“, auch *promote*)<sup>142</sup> bezeichnet und beträgt ca. 20 Prozent der Fondsgewinne.<sup>143</sup> Ihre Grundlage ist eine meist gesellschaftsrechtlich vermittelte Eigenbeteiligung des Fondsmanagements i.H.v. ca. einem Prozent am Fondsvermögen.<sup>144</sup> Bei den als Carried Interest bezeichneten Gewinnanteilen handelt es sich daher um Erträge aus einer disquotalen (kapitaldisproportionalen) Gewinnverteilungsregel.<sup>145</sup>

Voraussetzung einer Auszahlung von Carried Interest ist in der Regel, dass der Kapitalbeitrag der externen Anleger eine vertraglich vereinbarte sog. Vorzugsrendite bzw. Mindestverzinsung (*Hurdle Rate*, auch *preferred return*) in Höhe von meist acht Prozent IRR (Internal Rate of Return bzw. interner Zinsfuß) p.a. überschritten hat.<sup>146</sup> Bei der für die Bemessung des Carried Interest zentralen Renditekennziffer des internen Zinsfußes handelt es sich um eine ökonomische Gewinnermittlungsmethode der betriebswirtschaftlichen Investitionsrechnung<sup>147</sup>, die auch den Zeitwert des Kapitals erfasst.<sup>148</sup> Die IRR-Methode beruht indes auf der Prämisse, dass die Anleger Kapitalrückflüsse nicht

---

<sup>141</sup> Vgl. auch die Legaldefinition von „Carried Interest“ in § 2 Abs. 19 Nr. 7 KAGB.

<sup>142</sup> Vgl. CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 107; *Marrs/Hellebusch/Das*, 24 Real Est. Fin. J. 5 (2009).

<sup>143</sup> Vgl. *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3, 14 (1999), in deren Stichprobe 81 % der VC-Fonds einen Ergebnisanteil von 20 bis 21 % berechneten; bei *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2311 (2010) verwenden sämtliche untersuchte Buyout-Fonds einen Carried Interest-Anteil von 20 %; siehe auch die Beispielberechnungen in CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 158 ff.

<sup>144</sup> *Robinson/Sensoy*, 26 Rev. Fin. Stud. 2760, 2768 (2013) stellen in ihrer Stichprobe von 837 Buyout- und VC-Fonds fest, dass die Eigenbeteiligung in 42 % aller Fonds zwischen 0,99 und 1,01 % des Fondsvolumens liegt, in 37 % der Fonds fällt sie höher, in 21 % der Fonds niedriger aus.

<sup>145</sup> Siehe zur steuerrechtlichen Einordnung von Carried Interest-Vergütungen Kapitel 3 sub I. 3. b).

<sup>146</sup> CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 163; nach *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2311 (2010) verwenden 92,4 % der Buyout- und 44,5 % der VC-Fonds eine Hurdle Rate.

<sup>147</sup> Die betriebswirtschaftliche Investitionsrechnung bietet für die Auswahl einer Anlagemöglichkeit verschiedene Entscheidungsregeln an, vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 18 ff.; *Copeland/Weston/Shastri*, Finanzierungstheorie, S. 50 ff.

<sup>148</sup> Der interne Zinsfuß beruht auf der Kapitalwertmethode, einem Diskontierungsverfahren der dynamischen Investitionsrechnung, mittels derer der sog. Kapitalwert (auch Nettobarwert (Net Present Value), NPV) einer Investition durch Abzinsung der zukünftigen Zahlungsströme auf den Investitionsbeginn unter Einbeziehung der Opportunitätskapitalkosten (Diskontierungszins) ermittelt werden kann. Der IRR gibt dabei den Zinssatz an, zu dem der Kapitalwert einer Zahlungsreihe aus einer Investition zuzüglich der Summen aller abgezinsten Rückflüsse (Cashflows) zum gegebenen Zeitpunkt gleich Null ist; anders ausgedrückt entspricht der IRR dem Zinssatz, zu dem der Investitionsbetrag dem diskontierten Wert aller Rückflüsse aus der Investition entspricht. Vgl. näher *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 111 ff.; *Copeland/Weston/Shastri*, Finanzierungstheorie, S. 62 ff.; *Albrecht/Maurer*, Investment, S. 73 ff.; *Weber/Schäffer*, Controlling, S. 343 f.; *Mostowfi/Meier*, Alternative Investments, S. 211 f.

nur zu den Opportunitätskapitalkosten, sondern zum internen Zinsfuß reinvestieren.<sup>149</sup> Dieser Wiederveranlagungszinssatz wird als wenig realitätsgerechte Annahme kritisiert<sup>150</sup> und eine sog. modifizierte IRR-Methode (MIRR)<sup>151</sup> als Lösung vorgeschlagen. In der Erfolgsrechnung von PE-Fonds finden ergänzend auch nicht zeitgewichtete (absolute) Ertragskennziffern Verwendung.<sup>152</sup> Marktübliche Carried Interest-Modelle knüpfen bislang indes stets an die IRR-Methode an.

Als Bemessungsgrundlage der Hurdle Rate wird meist die Summe der tatsächlich abgerufenen Kapitalbeiträge der Anleger abzüglich anteiliger Abschreibungen auf die Beteiligungen sowie anteiliger Kostenbelastungen (z.B. durch die Verwaltungsvergütung) definiert.<sup>153</sup> Nach Überschreiten der Hurdle Rate erhält der Fondsmanager den vereinbarten Anteil (i.d.R. 20 Prozent p.a.) des ausgeschütteten Gewinns.<sup>154</sup> Die Vereinbarung einer Hurdle Rate wird im Regelfall um eine sog. Aufholungsklausel zu Gunsten der Sponsoren ergänzt.<sup>155</sup> Sie bestimmt, dass nach Überschreiten der Vorzugsrendite weitere Erlöse solange allein an die Carry Holder fließen, bis die Ausschüttungssumme dem vereinbarten Gewinnanteil entspricht; anschließend erfolgt eine Erlösverteilung nach Maßgabe des vereinbarten Verteilungsschlüssels (i.d.R. 80/20).<sup>156</sup> Die Bemessungsgrundlage des Carried Interests ist somit im Regelfall der vorstehend skizzierten „Soft

---

<sup>149</sup> Vgl. *Copeland/Weston/Shastri*, Finanzierungstheorie, S. 65; *Weber/Schäffer*, Controlling, S. 344; im Kontext von PE-Fonds *Morris*, Private Equity CSFI Report 2010, S. 20 f.

<sup>150</sup> Vgl. *Copeland/Weston/Shastri*, Finanzierungstheorie, S. 64 ff.; *Weber/Schäffer*, Controlling, S. 340 ff.; *Mostowfi/Meier*, Alternative Investments, S. 212; kritisch zur Verwendung in Kapitalanlageprodukten *Zingales*, 47 J. Acc. Res. 391, 395 (2009); *Weinrich/Tiedemann*, BKR 2016, 50 ff.

<sup>151</sup> Vgl. *Franzoni/Nowak/Phalippou*, 67 J. Fin. 2341, 2347 f. (2012); *Phalippou*, Working Paper 2009, S. 9 ff.; *Balyeat/Cagle/Glasgo*, 12 J. Econ. & Fin. Ed. 39, 41 ff. (2013).

<sup>152</sup> Vgl. zum sog. Multiplikator (*investment multiple*) der Investitionssumme näher *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1752 (2009); CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 115; *Theiler*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger* (Hrsg.), Private Equity, S. 351; *Harris/Jenkinson/Kaplan*, 69 J. Fin. 1851, 1853 (2014); *Kaserer/Stucke*, in: *Baker/Filbeck* (Hrsg.), Alternative Investments, S. 327 f.

<sup>153</sup> *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 150 (2009).

<sup>154</sup> CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 163.

<sup>155</sup> Vgl. illustrativ zu der Klausel (sog. *GP catch-up*) *Mostowfi/Meier*, Alternative Investments, S. 177 f.

<sup>156</sup> Vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 150 (2009); nach dem Beispiel bei *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2312 (2010) verlief bei einem Carry-Anteil von 20 %, einem investierten Kapital (Bemessungsgrundlage) von 100 GE, einer Hurdle Rate von 8 % p.a., einer 100 %-Catch-Up-Vereinbarung und Erlösen i.H.v. 120 GE die Verteilung wie folgt: Zunächst erhalten die Anleger 108 GE als Kapitalrückzahlung einschließlich einer Vorzugsrendite und sodann alleine die Carry-Holder 2 GE aufgrund der Catch-Up-Klausel. Anschließend erfolgt eine Verteilung der weiteren 10 GE nach dem vereinbarten Gewinnverteilungsschlüssel zu 8 GE an die Anleger und 2 GE an die Carry-Holder. Die Vereinbarung einer niedrigeren Catch-Up-Rate hat im Ergebnis ebenfalls eine Gewinnverteilung nach dem vereinbarten Schlüssel zur Folge, würde sich indes über einen längeren Zeitraum strecken.

Hurdle Rate“ der Gesamtgewinn eines Fonds und nicht allein die Überrendite oberhalb der Hurdle Rate.<sup>157</sup>

In der gesellschaftsrechtlichen Kautelarpraxis finden als Bestandteil von Gewinnverwendungsklauseln<sup>158</sup> zwei unterschiedliche Modelle des Erlösverteilungsverfahrens Verwendung.<sup>159</sup> Zentrales Abgrenzungskriterium ist, ob die Entstehung des Carried Interest-Anspruchs an eine Rückzahlung der Kapitalbeiträge der Anleger geknüpft ist. Als einfachere Gestaltungsoption stellt sich das in Europa und nunmehr auch auf dem US-Markt vorherrschende, von Anlegern bevorzugte Gesamtbewertungsmodell<sup>160</sup> dar. Hier steht der Carried Interest-Anspruch unter der Bedingung, dass die Anleger Rückzahlungen in Höhe ihrer ursprünglichen Kapitalbeiträge (z.B. Kommanditeinlage) zuzüglich der vereinbarten Vorzugsrendite erhalten haben. Das vor allem in früheren US-Buyout-Fonds verbreitete Einzelbewertungsmodell<sup>161</sup> stellt hingegen auf individuelle Transaktionen ab und lässt einen Carried Interest-Anspruch bereits mit erfolgreichem Abschluss der ersten Veräußerung eines Portfoliounternehmens entstehen.<sup>162</sup> Üblicherweise ist dabei kautelarisch vereinbart, dass die Anleger vom Nettoveräußerungserlös zunächst ihr anteilig auf die Portfoliobeteiligung entfallendes Kapital zuzüglich der erforderlichen Vorzugsrendite erhalten. Für Situationen einer Überzahlung, wenn nämlich frühe Transaktionen gewinn-, spätere aber verlustbringend sind, werden ergänzende Vereinbarungen getroffen. So steht Investoren regelmäßig ein Rückforderungsrecht in Höhe der nicht geschuldeten Vergütung zu, das zur Absicherung des Insolvenzrisikos ergänzend durch eine gesamtschuldnerische Haftung der Sponsoren und Treuhandkon-

---

<sup>157</sup> Den erheblichen Unterschied zwischen einer Soft Hurdle Rate und einer Hard Hurdle Rate, bei der allein der Mehrertrag oberhalb der Vorzugsrendite herangezogen würde, skizziert modellhaft *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 156 (2009), der bei einer Brutto-Fonds-IRR von ca. 17,6 % ein mehr als doppelt so hohes Carried Interest-Niveau errechnet; siehe zu Hurdle Rates bereits oben sub 2. a).

<sup>158</sup> Darüber hinaus legt in Private Equity-Transaktionen auch der zwischen Fondsgesellschaft und Portfoliounternehmen sowie ggfs. weiteren Anlegern geschlossene Beteiligungsvertrag (*investment agreement*) ausdrückliche Erlösverteilungspräferenzen fest, *Inhester*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 231 ff. und S. 253 f.

<sup>159</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung der Modelle (sog. *distribution waterfalls*) Kapitel 3 sub III. 4. c).

<sup>160</sup> Auch als „*whole fund carry*“ bzw. „*European waterfall*“ bezeichnet, vgl. Towers Watson, *Private Equity Report 2011*, S. 9; *Wiesbrock*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 465.

<sup>161</sup> Auch als „*deal-by-deal-carry*“ bzw. „*US waterfall*“ bezeichnet, vgl. Towers Watson, *Private Equity Report 2011*, S. 9; *Wiesbrock*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 465.

<sup>162</sup> Vgl. *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 133 f.; zur Ausgestaltung in Immobilienfonds *Marrs/Hellebusch/Das*, 24 Real Est. Fin. J. 5, 8 ff. (2009).

ten geschützt wird.<sup>163</sup>

Neben dem Fondsmanagement partizipiert in PE-Akquisitionsstrukturen im weitesten Sinne meist auch das operative Management von Portfoliogesellschaften an erfolgsbezogenen Anreizschemata.<sup>164</sup> Im Allgemeinen werden sie als Managementbeteiligungsprogramm (Management Equity Program, MEP)<sup>165</sup> bezeichnet, wohingegen für Transaktionen, in denen sich operative Führungskräfte substantiell an einem Akquisitionsobjekt beteiligen, auch die Begriffe des Management Buy-Out (MBO) bzw. Management Buy-In (MBI) Verwendung finden.<sup>166</sup> Darüber hinaus beteiligen sich oftmals auch Manager der Fondsgesellschaft unmittelbar als Ko-Investoren oder über ein MEP an Portfoliogesellschaften.<sup>167</sup>

### III. Zusammenfassung

Alternative Investmentfonds sind anhand der Ertragsquelle von traditionellen Investmentfonds abzugrenzen und vereinen als Sammelbegriff eine Vielzahl unterschiedlicher Strategien. Diese sind untereinander weniger nach der Dauer des Beteiligungshorizonts als vielmehr anhand der Fungibilität und Liquidität der Anlageobjekte zu unterscheiden, bei denen es sich um Wertpapiere oder unverbriefte Eigentumsrechte handeln kann. Die Ursache dieser Unterscheidung liegt mithin im Grad der durch Standardisierung und Verbriefung geschaffenen Verkehrsfähigkeit des Eigentumstitels und äußert sich in der Natur des entweder anonym-technisierten oder aber kommunikationsintensiven Trans-

---

<sup>163</sup> Vgl. *Litvak*, 76 U. Chi. L. Rev. 161, 175 ff. (2009); ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 16 f.

<sup>164</sup> Vgl. aus juristischer Perspektive *Hohaus/Koch-Schulte*, in: FS Pöllath, S. 93 ff.; *von Werder/Li*, BB 2013, 1736 ff.; *Mackensen*, in: Eilers/Koffka/ders. (Hrsg.), Private Equity, S. 414 ff.; *Pönicke/Büning*, BB 2014, 2717 ff.; *Weitnauer*, Management Buy-Out, S. 152 ff. und S. 227 ff.; monographisch *Spengler*, Managementbeteiligung, passim; aus ökonomischer Perspektive *Leslie/Oyer*, Working Paper 2009, S. 10 ff. Die nachfolgend beschriebenen Beteiligungsstrukturen beziehen sich zwar primär auf Akquisitionsstrategien in operativen Unternehmen. Vergleichbare Anreizschemata finden jedoch auch in Immobilienfonds Verwendung, vgl. *Conradi*, in: Eilers/Koffka/Mackensen (Hrsg.), Private Equity, S. 336; *Trübestein*, Real Estate, S. 79 ff. und S. 175 ff. In Infrastrukturprojekten erfolgt eine Beteiligung des operativen Projektmanagements meist über zielbasierte Bonusvereinbarungen, vgl. *Stengel/Muhs*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 746. Siehe näher Kapitel 3 sub III. 2. b) bb).

<sup>165</sup> Vgl. zum Begriff näher *Hohaus*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), S. 208.

<sup>166</sup> Im Rahmen eines MBI übernehmen zuvor externe, bei einem MBO die bereits tätigen Führungskräfte die Anteile eines Unternehmens durch eigene sowie meist fremde Eigenkapitalbeiträge (als *financial sponsor* häufig PE-Fonds, sofern durch die Belegschaft erbracht sog. *employee buyout*) und erhebliche Fremdfinanzierung, vgl. zu MBO/MBI-Transaktionen näher *Weitnauer*, Management Buy-Out, S. 68 ff.

<sup>167</sup> *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), Private Equity, S. 133 Fn. 497.

aktionsprozesses.

Aus kautelarpraktischer Perspektive weisen die Fondsstrukturen und Vergütungsbeziehungen zwischen alternativen Investmentfonds, ihren Verwaltern und Anlegern unabhängig von der konkreten Strategie weitreichende Gemeinsamkeiten auf. Zu diesen zählen eine Eigenbeteiligung des Managements, volumenabhängige Verwaltungs- und gewinnabhängige Erfolgsvergütungen. Gleichwohl bestehen im Detail bedeutsame Unterschiede zwischen (liquiden) Hedgefonds- und (illiquiden) Private Equity-Strukturen. In ersteren sind als Besonderheiten etwa Kapitalhöchststände (High-Water Marks) und Rückgabevereinbarungen hervorzuheben; letztere zeichnen sich hingegen durch besondere Gewinnverteilungsregelungen (Carried Interest und Hurdle Rate) und Sondergebühren aus.

Die in alternativen Investmentfonds bislang vorherrschenden Vergütungsmodelle weisen keine explizite Verknüpfung mit Instrumenten des Risikomanagements auf. So finden etwa ökonomische Risikokennzahlen der risikoadjustierten Renditeermittlung keine Berücksichtigung in der auf buchhalterischen Methoden beruhenden Ergebnisbemessung von Erfolgsvergütungen. Dieser Befund darf aber nicht den Blick auf tieferliegende Zusammenhänge zwischen vergütungsinduzierten Handlungsanreizen und Risikoentscheidungen des Fondsmanagers verstellen, deren Wirkmechanismen nachfolgend untersucht werden.

## **Kapitel 2: Vergütungsinduziertes Risikohandeln und Regulierungsauftrag**

Nachfolgend soll der durch den europäischen Gesetzgeber identifizierte und in den Anforderungen der AIFM-Richtlinie materialisierte Regulierungsbedarf der Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds einer kritischen Würdigung unterzogen werden. Dazu werden zunächst die regulatorischen Begründungsmuster der Richtlinie vor dem Hintergrund der ökonomischen Regulierungstheorie untersucht (I.). Daran anknüpfend werden wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen über die Wirkungsweise von Vergütungsanreizen in Hedge- und Private Equity-Fonds ausgewertet und in den Bezugsrahmen der Prinzipal-Agent-Theorie eingeordnet (II.). Anhand der gewonnenen Ergebnisse werden die regulatorischen Maßnahmen zusammenfassend bewertet (III.).

### **I. Regulierungstheoretische Einordnung der AIFM-RL**

#### **1. Gesetzgeberische Begründungsmuster als Referenzpunkt**

##### a) Regulierungsansatz der AIFM-RL und ökonomische Ziele

##### aa) Abriss der vergütungsbezogenen Richtlinienvorgaben

Die AIFM-Richtlinie verfolgt das erklärte Ziel, Risiken für die Anleger und die Finanzmarktstabilität zu begrenzen,<sup>168</sup> indem die Vergütungsstrukturen und das Risikomanagement<sup>169</sup> in alternativen Investmentfonds miteinander zu verknüpfen sind.<sup>170</sup> Die an die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) adressierten Richtlinienvorgaben<sup>171</sup>

---

<sup>168</sup> Ausweislich der Begründung der Europäischen Kommission zum Richtlinienvorschlag von 2009 verfolgt die AIFM-RL die Errichtung eines „sicheren und harmonisierten Rahmen[s] für die Beobachtung und Überwachung der Risiken [...], die AIF-Manager für ihre Anleger, Gegenparteien, andere Finanzmarktteilnehmer und für die Stabilität des Finanzsystems darstellen“, Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG v. 30.04.2009, KOM(2009) 207 endg., S. 5. Diese Regulierungsziele spiegelt auch die AIFM-Richtlinie wider, wobei die Aspekte der Finanzmarktstabilität und des Anlegerschutzes im Vordergrund stehen, Erwägungen bezüglich der Marktintegrität treten hingegen weitgehend in den Hintergrund, vgl. Erwgr. 50 S. 2 und Erwgr. 51 („Stabilität und Integrität des Finanzsystems“) sowie Erwgr. 80 S. 2 AIFM-RL.

<sup>169</sup> Die Richtlinienvorgaben werden ausdrücklich auf die Gewährleistung eines „soliden und wirksamen Risikomanagement[s]“ verpflichtet, vgl. Erwgr. 24 S. 1 AIFM-RL.

<sup>170</sup> Vgl. die Vorgaben des Anhang II Abs. 1 AIFM-RL: „Vereinbarkeit der Vergütungsgrundsätze mit solidem und wirksamen Risikomanagement“ (lit. a), „Anlagerisiken des AIF“ (lit. h), „Berichtigungsmechanismus für alle einschlägigen Arten von laufenden und künftigen Risiken“ (lit. l) und „ordnungsgemäße Ausrichtung der Zurückstellung auf die Art der Risiken des AIF“ (lit. n).

<sup>171</sup> Vgl. Art. 13 i.V.m. Anhang II AIFM-RL.

zielen hierzu – entgegen dem Fokus internationaler Standards<sup>172</sup> – vornehmlich auf variable Vergütungen ab und unterwerfen sie einem zweistufigen Mechanismus: Zunächst sind regulatorisch erfasste variable (d.h. erfolgsabhängige) Vergütungen in einem mehrjährigen Ergebnis- und Risikobemessungsverfahren einer anfänglichen sowie nachträglichen Risikoanpassung zu unterziehen. Sodann sind dergestalt ermittelte und zugewiesene variable Vergütungsanteile innerhalb eines Auszahlungs- und Zurückbehaltungszeitraums weiteren Berichtigungsmechanismen unterworfen, indem erfolgsbezogene, mit dem AIF verknüpfte Instrumente und zurückbehaltene Barkomponenten aufgrund einer langfristigen Risikopartizipation herabzusetzen sein können.<sup>173</sup> Darüber hinaus werden die Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds einer Vielzahl weiterer Regulierungsvorgaben unterworfen, die auf eine enge Verknüpfung von Vergütungspolitik und Risikomanagement in alternativen Investmentfonds abzielen und zudem Verbote von Abfindungen oder Hedgegeschäften enthalten und auch sog. Zuwendungen erfassen.<sup>174</sup> Die genannten Vorgaben der AIFM-RL weisen deutliche inhaltliche Parallelen zu den in Reaktion auf die Finanzkrise erlassenen – ökonomisch umstrittenen – Vergütungsvorgaben der novellierten Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD-III) für Banken auf.<sup>175</sup> Gleichsam als Blaupause fanden diese Anforderungen Eingang in eine Vielzahl weitere Finanzmarktregulierungsregime.<sup>176</sup>

Schon die Provenienz der Regulierungsvorgaben, vor allem aber die sich vom Bankgeschäft fundamental unterscheidende Anlagentätigkeit alternativer Investmentfonds und die daraus folgenden Risikoimplikationen werfen die Frage nach der ökonomischen Rechtfertigung des Ansatzes auf. Den Ausgangspunkt einer Plausibilitätskontrolle bilden die gesetzgeberischen Begründungsmuster des Anleger- und Systemschutzes. Dem europäischen Gesetzgeber fällt für Maßnahmen auf dem Gebiet des Finanzmarktrechts eine regulatorische Begründungslast zu, die aufgrund der besonderen Anonymität der Rechtsbeziehungen auf Finanzmärkten<sup>177</sup> und ihrer rein finanziellen Determinanten

---

<sup>172</sup> Vgl. IOSCO, Fees and Expenses Report 2004, S. 1 ff.; IOSCO, Fees and Expenses Report 2015, S. 5 ff., die einen Regulierungsbedarf in Publikumsfonds vor allem in Bezug auf Verwaltungsvergütungen, Transaktionskosten und Aufwendungsersatzansprüche des Fondsmanagers identifizieren.

<sup>173</sup> Siehe dazu im Einzelnen Kapitel 3 sub III. 4.

<sup>174</sup> Siehe dazu näher Kapitel 3 sub III. 1. bis 3.

<sup>175</sup> Siehe zur ökonomischen Einordnung der Vergütungsregulierung in Banken Kapitel 3 sub II. 2. a).

<sup>176</sup> Siehe überblicksartig zur Vergütungsregulierung im Finanzsektor Kapitel 3 sub II. 2. b).

<sup>177</sup> Der Begriff des Finanzmarkts erfasst sämtliche Märkte, auf denen Finanzinstrumente gehandelt

allein durch ökonomische Kriterien ausgefüllt werden kann.<sup>178</sup> Dies gilt umso mehr angesichts des Umstands, dass der Unionsgesetzgeber<sup>179</sup> die Maßnahmen der AIFM-RL ausdrücklich auf rein ökonomische Ziele verpflichtet hat. Darüber hinaus sind ökonomische Erwägungen auch als Orientierung im Rahmen der teleologischen Norminterpretation zu berücksichtigen, um insbesondere unbestimmte Rechtsbegriffe und Generalklauseln zu konkretisieren.<sup>180</sup>

#### bb) Ökonomische Rechtfertigung regulatorischer Eingriffe

Aus ökonomischer Perspektive können staatliche Regulierungseingriffe<sup>181</sup> als Substitute individualvertraglicher Vereinbarungen und staatliche Regulierungsinstanzen als „Vertreter“ der durch sie geschützten Akteure begriffen werden.<sup>182</sup> Der neoklassischen Theorie zufolge vollzieht sich bei eindeutiger Zuteilung von Verfügungsrechten<sup>183</sup> und der Abwesenheit von Transaktionskosten<sup>184</sup> auf dem Markt durch die Neuordnung von Verfügungsrechten eine effiziente Ressourcenallokation (sog. Coase-Theorem).<sup>185</sup>

---

werden und umfasst als Oberbegriff damit neben Eigen- und Fremdkapitalmärkten (z.B. Aktien- und Anleihemärkte) auch Devisen- und Geldmärkte, vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 359 f.; *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, Economics, S. 25 ff.

<sup>178</sup> Vgl. zum Finanzmarktrecht *Franck*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, S. 184; zur Bankenregulierung *Binder*, Bankeninsolvenzen, S. 43 („kein Selbstzweck“).

<sup>179</sup> Im Kontext von Unionsrechtsakten ist zudem die Fundierung der Europäischen Union als Wirtschaftsgemeinschaft zu berücksichtigen (siehe programmatisch Artt. 119 Abs. 1, 120 S. 2 AEUV), vgl. *Kirchner*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, S. 134 ff.; *Franck*, a.a.O., S. 168 ff.; *Rühl*, in: Krüper (Hrsg.), Grundlagen des Rechts, S. 219; *Eidenmüller*, Effizienz, S. 414 ff.

<sup>180</sup> Vgl. *Eidenmüller*, Effizienz, S. 452 ff.

<sup>181</sup> Vgl. zum Begriff der Regulierung *Ohler*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity, S. 139 m.w.N.

<sup>182</sup> Im Kontext der Bankenregulierung geht diese sog. Vertretungshypothese (*representation hypothesis*), der zufolge ein Regulierer Maßnahmen zum Schutz der Bankgläubiger ergreift, zurück auf *Dewatripont/Tirole*, Prudential Regulation, S. 31 f.; vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 315; allgemein *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 81 f. Aus aufsichtsrechtlicher Perspektive sei angemerkt, dass die BaFin gem. § 4 Abs. 4 FinDAG ihre „Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt, zugleich aber auch gem. § 4 Abs. 1a FinDAG „dem Schutz der kollektiven Verbraucherinteressen verpflichtet“ ist; vgl. EuGH, Urt. v. 12.10.2004 – C-222/02, Slg. 2004, I-9425, Erwgr. 25 ff. (Peter Paul).

<sup>183</sup> Das Konzept der Handlungs- bzw. Verfügungsrechte begreift Ressourcen als Bündel von Rechten und damit den Tausch von Gütern als Tausch von Rechtsbündeln, vgl. *Mathis*, Effizienz, S. 70 f.

<sup>184</sup> Unter Transaktionskosten sind sämtliche Kosten zu verstehen, die mit der Anbahnung, Vereinbarung, Abwicklung, Kontrolle und Anpassung von Verträgen verbunden sind, vgl. grundlegend *Coase*, 3 J. L. & Econ. 1, 15 (1960); *ders.*, 4 *Economica* 368 ff. (1937); *Williamson*, 22 J. L. & Econ. 233 ff. (1979).

<sup>185</sup> Demnach erlaubt auf vollkommenen Märkten der Preismechanismus eine optimale Ressourcenallokation, die als Marktgleichgewicht – d.h. effizienter Zustand – zu begreifen ist; ihrem Verhaltensmodell liegt die Prämisse rational handelnder Akteure (*rational choice* bzw. *homo oeconomicus*) zugrunde, die ihren individuellen Nutzen maximieren, indem sie unter objektiven Restriktionen und

Daraus folgt erstens, dass privatautonome Vereinbarungen grundsätzlich zu ermöglichen sind.<sup>186</sup> Zweitens stellt es die notwendige Bedingung für staatliche Eingriffe in Marktmechanismen auf: Die Eingriffsbefugnis des Staates ist demnach auf Situationen beschränkt, in denen privatautonome Vereinbarungen durch zu hohe Transaktionskosten verhindert werden oder in denen wegen Marktversagens keine effizienten Ergebnisse hervorgebracht werden, d.h. in denen die Annahmen der Neoklassik verletzt sind.<sup>187</sup> Als hinreichende Bedingung ist darüber hinaus die Tauglichkeit des staatlichen Eingriffs erforderlich, tatsächlich zu einer Allokationsverbesserung zu führen.<sup>188</sup> Unerlässlich ist daher, dass eine regulatorische Maßnahme zu einem effizienteren Ergebnis führt, also ihre Kosten den beabsichtigten Nutzen nicht übersteigen.<sup>189</sup>

Als zentrale Ursachen von Marktversagen<sup>190</sup> gelten neben Wettbewerbsbeeinträchtigungen durch Marktmacht insbesondere unvollständige Informationen und externe Effekte (Externalitäten).<sup>191</sup> Auf Finanzmärkten können sog. negative Externalitäten vor allem in der Realisierung systemischer Risiken in Form eines Marktzusammenbruchs zutage treten. Dies folgt aus dem Umstand, dass einzelne Marktteilnehmer die Folgen eigenen übermäßigen Risikohandelns aufgrund des korporativen Prinzips der Haftungsbegrenzung nur in Höhe ihrer Kapitalbeiträge tragen. Das Ziel regulativer Maßnahmen kann neben Verboten darin bestehen, negative Externalitäten zu internalisieren, d.h. Kosten ihrem Verursacher aufzuerlegen.<sup>192</sup> Um einen grundlegend anderen Aspekt von Marktversagen handelt es sich hingegen bei den Folgen asymmetrisch verteilter Informationen bei Vertragsschlüssen.<sup>193</sup> Die Implikationen von Informationsasymmetrien

---

subjektiven Präferenzen die für sie vorteilhafteste Entscheidungsmöglichkeit wählen, vgl. *Hovenkamp*, 4 Va. L. & Bus. Rev. 373, 377 (2009); *Rühl*, in: Krüper (Hrsg.), Grundlagen des Rechts, S. 212; *Neus*, Betriebswirtschaftslehre, S. 119; *Mathis*, Effizienz, S. 71.

<sup>186</sup> Vgl. *Eidenmüller*, Effizienz, S. 63 f.

<sup>187</sup> Vgl. *Rühl*, in: Krüper (Hrsg.), Grundlagen des Rechts, S. 221; *Thomsen*, EBOR 10 (2009), 97, 104.

<sup>188</sup> Vgl. *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen, S. 83; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 396 f.; *Thomsen*, EBOR 10 (2009), 97, 108.

<sup>189</sup> Vgl. *Thomsen*, EBOR 10 (2009), 97, 108; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 396 f.

<sup>190</sup> Eine Annahme von Marktversagen (*market failure*) enthält immer auch wertende Elemente, d.h. ist nicht zwingend mit wissenschaftlicher Exaktheit zu bestimmen, vgl. *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen, S. 82; grundlegend *Bator*, 72 Q. J. Econ. 351 ff. (1958).

<sup>191</sup> Vgl. *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 306 f.; *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen, S. 82; *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 10 ff.

<sup>192</sup> Vgl. *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen, S. 112 ff.

<sup>193</sup> Dem liegt die Erkenntnis zugrunde, dass auch ein nutzenmaximierender Akteur nur im Rahmen der ihm verfügbaren Informationen und Verarbeitungskapazitäten handeln kann und rationales Handeln

sind zentraler Erkenntnisgegenstand der *Neuen Institutionenökonomik*, die mit der *Prinzipal-Agent-Theorie* einen Ansatz für die mathematisch-formale ökonomische Analyse von Vertragsbeziehungen bereithält.<sup>194</sup> Schließlich können auch Größenvorteile Marktversagen begründen. Die *Wettbewerbsökonomie* und die *Industrieökonomik* untersuchen Störungen des Marktgleichgewichts durch sog. Marktmacht, d.h. die Fähigkeit eines oder mehrerer Unternehmen, einen Preis für ein Gut durchzusetzen, der dauerhaft über dem Wettbewerbsniveau (Grenzkosten) liegt.<sup>195</sup> Im Finanzmarktkontext stehen dabei effizienzmindernde Effekte oligopolistischer Marktstrukturen und die Folgen regulatorischer Eingriffe in die Marktstruktur im Vordergrund.<sup>196</sup>

Im Folgenden werden allein allokativen Aspekte eines Marktversagens, also Voraussetzungen und Funktionsweise wohlfahrtssteigernder Markttransaktionen, nicht jedoch distributive Effekte berücksichtigt: Zum einen entbehren die Gesetzgebungsmaterialien Erwägungen zu verteilungspolitischen Zielen<sup>197</sup>; zum anderen erscheinen diesbezügliche Begründungsmuster weniger als Untersuchungsgegenstand finanzmarktrechtlicher Regulierungseingriffe<sup>198</sup> denn vielmehr als solche der Finanzwissenschaft<sup>199</sup> geeignet.

---

daher Grenzen begegnet (*bounded rationality*), vgl. *Eidenmüller*, Effizienz, S. 38 f.; grundlegend am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488 ff. (1970).

<sup>194</sup> Vgl. *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 39 ff.; siehe zum Prinzipal-Agent-Konflikt in alternativen Investmentfonds sogleich sub 2.

<sup>195</sup> Vgl. *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 6; *Bester*, Industrieökonomik, S. 29 ff.

<sup>196</sup> Vgl. zu Marktmacht auf Oligopolmärkten *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 133 ff.; *Bester*, Industrieökonomik, S. 83 ff.

<sup>197</sup> Den Erwägungsgründen der AIFM-RL ist eine Beschränkung zunehmender Vermögens- oder Einkommensungleichheit als gesetzgeberisches Ziel jedenfalls *expressis verbis* nicht zu entnehmen. Eine Studie der Sozialdemokratischen Partei Europas (*Party of European Socialists*, PES) von 2007 äußerte sich dagegen noch kritischer („*This is creating new trends of inequality [...] No one can defend such huge yields to such a small group.*“), PES, Hedge Funds and Private Equity, S. 149.

<sup>198</sup> Zwar erscheinen die Folgen zunehmender Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung auch aus makroökonomischer Perspektive nicht *per se* ungeeignet, als Rechtfertigung für staatliche Eingriffe zu dienen. Da sich die Einkommensverteilung auf das Produktionswachstum auswirkt, könnte eine höhere Sparquote und damit einhergehend geringere Konsumquote einkommensstärkerer Schichten zu einer nachlassenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führen. Hierbei handelt es sich jedoch nicht um ein spezifisches Problem alternativer Investmentfonds, vgl. m.w.N. *Mankiw*, Principles of Economics, S. 433 ff.; *Weller/Ebert*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 45 ff.

<sup>199</sup> Aus gleichheitsrechtlicher Perspektive sind distributive Effekte vornehmlich als Gegenstand der ökonomischen Finanzwissenschaft bzw. des Steuerrechts als dessen juristischen Korrelats einzuordnen; vgl. zur Einordnung von Carried Interest im US-Steuerrecht *V. Fleischer*, 83 NYU L. Rev. 1, 5 f. (2008); *Cochran*, 66 Stan. L. Rev. 953, 961 ff. (2014).

### cc) Regulierungsziele des Kapitalanlagerechts

Aufsichtsrechtliche Vorgaben des Kapitalanlagerechts<sup>200</sup> können im Wesentlichen drei, sich teils überschneidende Schutzzwecke verfolgen. Im Zentrum der Diskussion stand bislang primär der Schutz des individuellen Anlegers (Individualschutz).<sup>201</sup> Hinzu getreten ist in jüngerer Vergangenheit der Schutz der Finanzmarktstabilität (Kollektivschutz).<sup>202</sup> Darüber hinaus verfolgt das Finanzmarktrecht – insbesondere die Informations- und Verhaltenspflichten auf Wertpapiermärkten – die Sicherung der Integrität (Vertrauensschutz) und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Allokationsfunktion bzw. Kapitalmarkteffizienz).<sup>203</sup>

Der Unionsgesetzgeber hat die Vorgaben der AIFM-RL vornehmlich auf die ersten beiden Ziele verpflichtet, nicht aber ausdrücklich am Effizienzkriterium ausgerichtet.<sup>204</sup> Effizienzsteigernde Regulierungsnormen des Finanzmarktrechts sind damit vielmehr den sektorübergreifenden Pflichten des Kapitalmarktrechts zuzuordnen.<sup>205</sup> Darüber hinaus sind auf die Herstellung eines funktionsfähigen Wettbewerbs<sup>206</sup> zielende Ein-

---

<sup>200</sup> Siehe zum Begriff unten Kapitel 3 sub I. 1. a).

<sup>201</sup> Vgl. *Moloney*, EBOR 13 (2012), 169 ff.; *Zingales*, 47 J. Acc. Res. 391, 396 ff. (2009); *Ohler*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 145 f.; *Köndgen*, in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.), *Effizienz*, S. 108 f.; *Veil*, in: ders. (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 2 Rn. 3 ff.; *Langenbacher*, ZHR 177 (2013), 679, 686 ff. zu Instrumenten; grundlegend *Hopt*, *Kapitalanlegerschutz*, S. 288 ff.

<sup>202</sup> Vgl. *Ferran*, EBOR 12 (2011) 379, 382 ff.; *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 339 ff.; *Veil*, in: ders. (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 2 Rn. 8 ff.

<sup>203</sup> Vgl. *Brinckmann*, in: *Veil* (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 16 Rn. 14 ff.; *Sester*, ZGR 2009, 310 ff.; *Benicke*, *Wertpapiervermögensverwaltung*, S. 393 ff.; zum Verhältnis zwischen Funktionen- und Anlegerschutz *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 171 ff.; *Engert*, in: *Ott/Schäfer* (Hrsg.), *Ökonomische Analyse*, S. 200 ff.; *Hopt*, *Kapitalanlegerschutz*, S. 51 ff.; *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 88.

<sup>204</sup> Die AIFM-RL greift wettbewerbspolitische Erwägungen zwar auf, formuliert diese jedoch nicht als zentrales Regulierungsziel. So hat der Unionsgesetzgeber die Richtlinie zwar ausdrücklich auf die Grundsätze des Binnenmarkts und gleiche Wettbewerbsbedingungen verpflichtet (Erwgr. 4 und 5), indem er einen harmonisierten Regulierungsrahmen für AIFM in der Union schafft und die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen ermöglicht. Gleichwohl treten Wettbewerbsaspekte gegenüber den Zielen des Anleger- und Systemschutzes in der Zusammenschau weitgehend in den Hintergrund. Vgl. auch Art. 67 Abs. 4 AIFM-RL, zu Auslagerungssachverhalten Erwgr. 30 AIFM-RL, zur Anwendung des Vertriebspasses auf Nicht-EU-AIFM Erwgr. 88 und Art. 67 Abs. 2 lit. c) AIFM-RL sowie zur Gleichheit der Wettbewerbsbedingungen zwischen AIF und anderen Anlegern bei dem Erwerb nicht börsennotierter Unternehmen Erwgr. 57 f. und Art. 69 Abs. 1 lit. 1) AIFM-RL; kritisch zur Tauglichkeit des Effizienzkriteriums als Regulierungsziel für außerbörsliche Beteiligungsformen *Köndgen*, in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.), *Effizienz*, S. 102.

<sup>205</sup> Der Kapitalmarkteffizienz dienen insbesondere Transparenzvorschriften, vgl. *Moloney*, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, S. 2 f.; *Brinckmann*, in: *Veil* (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 16 Rn. 14 ff.

<sup>206</sup> Vgl. zu Zielen und Funktionen der Wettbewerbspolitik *Knieps*, *Wettbewerbsökonomie*, S. 4 ff.;

griffsbefugnisse, die an die Marktmacht von Marktteilnehmern anknüpfen, im Kartellrecht zu verorten. Dieses verfolgt die Sicherung der Markteffizienz durch sektorneutrale Regulierungsinstrumente.<sup>207</sup>

## b) Anlegerschutz und Kapitalanlagerisiken in AIF

### aa) Schutzbedürfnis professioneller Anleger

Mit den Regulierungsvorgaben der AIFM-RL soll das Ziel der „Gewährleistung eines hohen Anlegerschutzes“<sup>208</sup> verfolgt werden, indem als Zweck die „Bewältigung der potenziellen Risiken“<sup>209</sup> aus der Tätigkeit alternativer Investmentfonds durch risikobegrenzende Regulierungsmaßnahmen herausgestellt wird.<sup>210</sup> Dem Regulierungsziel des Anlegerschutzes lag dabei bislang primär das gesetzliche Leitbild des Privatanlegers zugrunde, der sich bei Vertragsschluss aufgrund seiner Uninformiertheit in einer Situation struktureller Unterlegenheit befindet.<sup>211</sup> Der ökonomische Grund liegt in Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien<sup>212</sup>, mit der Folge, dass der Schutz des Privatanlegers zunehmend als Sonderfall des Verbraucherschutzes verstanden wird<sup>213</sup>. Bei professionellen Anlegern<sup>214</sup> ging das gesetzliche Leitbild des Finanzmarktrechts aufgrund erhöhter Fachkenntnisse und einer gleichrangigen Verhandlungsposition hingegen von informierten und damit nur eingeschränkt schutzbedürftigen Vertragsparteien

---

*Kling/Thomas*, Kartellrecht, S. 4 ff.

<sup>207</sup> Zu diesen zählt neben dem Kartellverbot (Art. 101 AUEV und § 1 GWB) insbesondere das Verbot des Missbrauchs einer marktbeherrschenden Stellung (Art. 102 AUEV und §§ 18–21 GWB), vgl. *Kling/Thomas*, Kartellrecht, S. 197 ff. und S. 637 ff.; praxisnah zur Regulierung von Hedgefonds durch das Kartellrecht *Harrison*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 268 ff.; zur Regulierung von Marktmachtmissbrauch im Bankensektor schon *Hopt*, *Kapitalanlegerschutz*, S. 362 ff.

<sup>208</sup> Erwgr. 94 S. 1 AIFM-RL.

<sup>209</sup> Erwgr. 92 S. 1 AIFM-RL.

<sup>210</sup> Der Verweis auf den Zweck der Risikobegrenzung ist omnipräsent, vgl. etwa Erwgr. 2, 3, 17, 23, 24, 49, 50, 51, 63, 69, 79, 80, 81, 88, 89, 90, 92 AIFM-RL.

<sup>211</sup> Vgl. *Benicke*, *Wertpapiervermögensverwaltung*, S. 398 ff.; *Schelling*, *Vergütungssysteme*, S. 319 f.; *Buck-Heeb*, *ZHR* 176 (2012), 66, 69 ff.; *Langenbacher*, *ZHR* 177 (2013), 679 ff.

<sup>212</sup> Siehe zu den aus Informationsasymmetrien resultierenden Problemen sogleich sub 2. a).

<sup>213</sup> So zu Recht *Buck-Heeb*, *ZHR* 176 (2012), 66 ff.; *dies.*, *ZBB* 2014, 221, 222 mit Verweis auf neuere Regulierungsmaßnahmen; *Benicke*, *Wertpapiervermögensverwaltung*, S. 398 ff.; *Schelling*, *Vergütungssysteme*, S. 319 f.; vgl. auch *Moloney*, *EBOR* 13 (2012), 169, 180, die von einer „*consumerisation of investor protection*“ spricht; anders aber *Mülbert*, *ZHR* 177 (2013), 160, 180 f.

<sup>214</sup> Vgl. die Definition des professionellen Kunden in § 31a Abs. 2 WpHG a.F. (§ 67 Abs. 2 n.F.) und die Definition des professionellen Anlegers gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB, die auf Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG (sog. Finanzmarktrichtlinie) verweist; dazu *Mülbert*, *ZHR* 177 (2013), 160, 178 f.

aus.<sup>215</sup> Regulierungseingriffe zum Schutz informierter Anleger (sog. *sophisticated investors*)<sup>216</sup> wurden demnach weithin für nicht notwendig erachtet.<sup>217</sup> Ein solcher schematischer Ansatz, der zur Differenzierung zwischen verschiedenen Gruppen von Marktteilnehmern auf objektivierte Kriterien anstelle subjektiver Informiertheit abstellt, ist aus Gründen der Rechtssicherheit und Begrenzung von Transaktionskosten zwar plausibel; zur axiomatischen Begründung einer *per se* fehlenden Schutzbedürftigkeit institutioneller Anleger verfängt er jedoch nicht. Diese kann sich allein aus den alternativen Investmentfonds inhärenten Anlagerisiken und der Effektivität der Mechanismen zu ihrer Begrenzung ergeben.<sup>218</sup> Realitätsgerecht ist dabei anzuerkennen, dass auch institutionelle Anleger aufgrund heterogener Humankapitalressourcen<sup>219</sup> nicht als im modelltheoretischen Sinne stets und vollständig informiert gelten dürfen.<sup>220</sup>

#### bb) Risiko und Rendite in der ökonomischen Theorie

Die zu untersuchenden Regulierungsvorgaben der AIFM-RL knüpfen vielfach an den Begriff des Risikos an,<sup>221</sup> bei dem es sich um ein vielschichtiges ökonomisches Konzept handelt. Aufgrund der *ex ante* bestehenden Ungewissheit der zukünftigen Wertentwicklung von Finanztiteln bei zugleich bekannten historischen Erwartungswerten werden Anlageentscheidungen auf organisierten Finanzmärkten durch wahrscheinlichkeits-

---

<sup>215</sup> Vgl. *Ernstberger/Herz*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 33, 45; eingehend zu Anlegertypologien des Finanzmarktrechts *Zetzsche*, *Prinzipien*, S. 597 ff.

<sup>216</sup> Vgl. *Morris/Phalippou*, 12 J. Corp. L. Stud. 59, 61 (2012), die statt dieses unscharfen Begriffs regulatorische Termini bevorzugen (US: *accredited investor* bzw. UK: *qualified investor*).

<sup>217</sup> Vgl. allgemein *Thomsen*, EBOR 10 (2009), 97, 104 f.; *Ohler*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*, S. 146; zu Hedgefonds *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 336 ff.; zu Private Equity-Fonds *Payne*, EBOR 12 (2011) 559, 571; anders aber *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 553, 555. Ausgenommen hiervon sind die nicht spezifisch auf alternative Anlageformen abzielenden aufsichtsrechtlichen Anlagerestriktionen für fiduziarische Kapitalsammelstellen (z.B. Versicherungen, Pensionskassen), siehe cursorisch dazu Kapitel 3 sub I. 3. c).

<sup>218</sup> Siehe zu Agenturkonflikten und Mechanismen ihrer Verringerung sogleich sub 2.

<sup>219</sup> So weist exemplarisch ein Staatsfonds mit Konzernstrukturen und Vergütungsniveaus auf dem Niveau einer Investmentbank höhere anlageklassenspezifische Kompetenzen zu AIF als ein berufsständisches Versorgungswerk mit wenigen Mitarbeitern auf; vgl. kritisch auch *Morris/Phalippou*, 12 J. Corp. L. Stud. 59 ff. (2012); *Morris*, *Private Equity CSFI Report 2010*, S. 46 f.

<sup>220</sup> Diese Annahme unterschiedlicher Grade der Informiertheit professioneller Anleger findet empirische Bestätigung. *Lerner/Schoar/Wongsunwai*, 62 J. Fin. 731, 742 ff. (2007) identifizieren signifikante Unterschiede der Anlageergebnisse unterschiedlicher Gruppen institutioneller Private Equity-Anleger, innerhalb derer Stiftungen besser als Pensionskassen und diese wiederum besser als Banken abschneiden; *Fung/Hsieh/Naik/Ramadorai*, 63 J. Fin. 1777, 1800 (2008) stützen die Vermutung auf Kapitalzuflüsse in Hedgefonds, die keine Überrenditen erzielen.

<sup>221</sup> Siehe zu den regulatorischen Vorgaben im Einzelnen Kapitel 3 sub III.

theoretische Modelle beschrieben.<sup>222</sup>

Zentrale Prämisse ist die Risikoaversion des Anlegers, der für die Risikoübernahme eine Kompensation verlangt.<sup>223</sup> Das theoretische Fundament bilden methodisch unterschiedliche Ansätze, die gemeinsam als sog. *Portfoliotheorie* verstanden werden.<sup>224</sup> Aufgabe des auf diesen Modellen fußenden quantitativen Portfoliomanagements ist es, das Risiko-Ertrags-Profil eines Portfolios zu optimieren und damit die sog. Performanceeffizienz zu erhöhen, indem Risiken durch Diversifikation (Risikomischung) und den Einsatz von Derivaten gesteuert werden.<sup>225</sup>

Die Quantifizierung von Investmentrisiken kann durch unterschiedliche Methoden erfolgen: Als symmetrisches Risikomaß bildet die Volatilität eines Finanztitels die Schwankungsbreite der Renditen ab.<sup>226</sup> Aussagen über die Zusammenhänge zwischen Renditeschwankungen trifft hingegen der sog. Betafaktor ( $\beta$ ), der die Sensitivität eines Finanztitels oder Portfolios im Verhältnis zum Gesamtmarkt beziffert; er quantifiziert damit den Einfluss des sog. systematischen Risikos (Marktrisikos), das im Gegensatz zu idiosynkratischen Risiken nicht durch Diversifikation eliminierbar ist.<sup>227</sup> Demgegenüber spiegeln sog. Downside-Risikomaße die intuitive Auffassung von Risiko als negative Zielwertabweichung wider.<sup>228</sup> Aufgrund der untrennbaren Wechselbeziehung des

---

<sup>222</sup> Zu dem Zusammenhang von Risiken und erwarteten Renditen, dem sog. Risk-Return-Ansatz, vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 197 ff.; *Spremann*, Portfoliomanagement, S. 177 ff.

<sup>223</sup> Vgl. *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte, S. 85 f.; *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 188 ff.

<sup>224</sup> Grundlegend *Markowitz*, 7 J. Fin. 77 ff. (1952) und *Tobin*, 25 Rev. Econ. Stud. 65 ff. (1958); vgl. *Spremann*, Portfoliomanagement, S. 59 ff.; *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement, S. 57 ff.; *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 38 („modern portfolio theory“).

<sup>225</sup> Vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement, S. 77 ff.; *Albrecht/Maurer*, Investment, S. 51 f.

<sup>226</sup> Sie beruht auf dem statistischen Maß der Varianz und drückt die annualisierte Standardabweichung der Renditen im Verhältnis zu ihrem Verteilungsmittelwert aus, vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement, S. 10 ff.; *Albrecht/Maurer*, Investment, S. 106.

<sup>227</sup> Theoretisches Fundament des  $\beta$ -Faktors ist als zentrales Kapitalmarktgleichgewichtsmodell das CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), demzufolge höhere Marktrisiken mit höheren Überschussrenditen (d.h. Rendite abzgl. risikolosen Zinses) belohnt, aber einzelwertspezifische Risiken aufgrund ihrer Diversifizierbarkeit vom Markt nicht vergütet werden, vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement, S. 15 ff.; *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 87 ff.; *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 224 ff.; *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte, S. 187 ff.

<sup>228</sup> So gibt etwa der Maximalverlust (*maximum drawdown*) den prozentual höchsten Portfoliogesamtverlust innerhalb einer Periode an; als fortschrittlicheres finanzmathematisches Modell hat vor allem der *Value-at-Risk* (VaR) Verbreitung gefunden, der den maximal zu erwartenden absoluten Verlust für ein bestimmtes Intervall und eine vorgegebene Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) ausdrückt; vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement, S. 24 ff., *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 275 ff.; *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 446 f.

Risk-Return-Ansatzes werden erwartete Renditen als Risikoprämie verstanden.<sup>229</sup> Portfoliotheoretisch resultiert der Ertrag traditioneller Wertpapieranlagen auf (relativ) effizienten Kapitalmärkten zum überwiegenden Teil aus dem risikofreien Zins zuzüglich einer Prämie für die Übernahme systematischer Risiken ( $\beta$ ).<sup>230</sup> Als Quellen dieser sog. traditionellen Risikoprämien identifizierten in Erweiterung der theoretischen Kapitalmarktmodelle empirisch orientierte Ansätze (sog. Faktormodelle) bestimmte weitere systematische Einflussfaktoren für Aktienrenditen, die eine verbesserte Portfoliodiversifikation versprechen.<sup>231</sup> Demgegenüber versprechen alternative Investmentfonds den Zugang zu sog. alternativen Risikoprämien und die Erzielung von Marktüberrenditen aufgrund besonderer Managementfähigkeiten (sog. Alpha)<sup>232</sup>. Die Identifikation und Einordnung dieser Risikoprämien wird in der finanzwirtschaftlichen Literatur intensiv und mitunter nicht immer begrifflich konsistent diskutiert.<sup>233</sup>

#### cc) Risiken in Hedgefonds

Das Risikoprofil eines Hedgefonds richtet sich primär nach der verfolgten Strategie und seinen institutionellen Rahmenbedingungen.<sup>234</sup> Die Quantifizierung und Steuerung von Investmentrisiken<sup>235</sup> in Hedgefonds weist aufgrund des Einsatzes von Leverage, Deri-

---

<sup>229</sup> Vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 197 f.; *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte, S. 86 ff.; *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 157; *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 96 ff.

<sup>230</sup> Vgl. *Bodie/Kane/Marcus*, Investments, S. 371 ff.; *Albrecht/Maurer*, Investment, S. 307 ff.

<sup>231</sup> Zunächst erklärten *Fama/French*, 33 J. Fin. Econ. 3 ff. (1993) Aktienmarktprämien neben der Marktrendite ( $\beta$ ) anhand der Renditefaktoren der Marktkapitalisierung (*size*), des Buch-Marktwert-Verhältnis (*value*) und einer aktiven Rendite (Management-Einfluss,  $\alpha$ ); dieses Modell erweiterten *Carhart*, 52 J. Fin. 57 ff. (1997) um einen sog. Momentumfaktor und *Pástor/Stambaugh*, 111 J. Pol. Econ. 642 ff. (2003) um einen sog. Liquiditätsfaktor; vgl. zum aktuellen Forschungsstand *Fama/French*, 123 J. Fin. Econ. 441 ff. (2017); *Hamdan/Pavlovsky/Roncalli/Zheng*, Working Paper 2016, S. 3 ff.; *Ang*, Factor Investing, S. 193 ff.

<sup>232</sup> Als Kennzahl drückt der sog. Alpha-Faktor (auch: „Jensen-Alpha“,  $\alpha_j$ ) denjenigen Anteil am Ertrag einer Kapitalanlage aus, der im Rahmen der bekannten Faktormodelle keinem Risikofaktor mittels Regressionsanalyse (Beta-Analyse) zuzuordnen ist, vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiel*, Portfoliomanagement, S. 667 ff.; *Albrecht/Maurer*, Investment, S. 318 f.; *Goltz/Schröder*, in: Athanassiou (Hrsg.), Alternative Investments, S. 185; *Kung/Pohlmann*, 30 J. Port. Man. 78 f. (2004); *Ang*, Factor Investing, S. 305 ff.; *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 263 ff. (2009); grundlegend *Jensen*, 12 J. Fin. 389, 393 f. (1968).

<sup>233</sup> Vgl. etwa *Hamdan/Pavlovsky/Roncalli/Zheng*, Working Paper 2016, S. 66 ff. („*confusion with regard to risk premia, risk factors and market anomalies*“); *Roncalli*, Working Paper 2017, S. 12 ff.; *Harvey/Liu/Zhu*, 29 Rev. Fin. Stud. 5 ff. (2016).

<sup>234</sup> Vgl. *Belmont*, Hedge Fund Risk, S. 83 ff.; *Syriopoulos*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), Alternative Investments, S. 495 ff.

<sup>235</sup> Im Allgemeinen werden als Risikogruppen in Hedgefonds Investmentrisiken (*investment risk*), Finanzierungsrisiken (*funding risk*), Gegenparteiisiken (*counterparty risk*) und operationelle Risiken

vaten und Leerverkäufen entscheidende Besonderheiten gegenüber traditionellen Wertpapieranlagen auf und lässt erhebliche – mitunter unterschätzte<sup>236</sup> – Herausforderungen erkennen. Hedgefondsrenditen entstammen nicht primär der Vereinnahmung sog. traditioneller Risikoprämien<sup>237</sup>, sondern vielmehr sog. alternativer Risikoprämien<sup>238</sup>, die auf Marktanomalien oder psychologischen Faktoren beruhen können.<sup>239</sup> Aufgrund der besonderen Charakteristika ihrer Anlagestrategien und -techniken können Hedgefonds sog. Extremwerttrisiken (*tail risk*)<sup>240</sup> bergen, die Options-Stillhaltergeschäften<sup>241</sup> ähnlich sind und im statistisch seltenen Fall ihres Eintritts signifikante Verluste verursachen. Eine Quantifizierung von Hedgefondsrisiken bedarf aufgrund der statistischen Eigenschaften ihrer Renditen modifizierter finanzmathematischer Methoden.<sup>242</sup> Komplementär dazu versuchen alternative Methoden der risikoadjustierten Performancebe-

---

(*operational risk*) unterschieden, vgl. *Belmont*, Hedge Fund Risk, S. 29.

<sup>236</sup> Vgl. die Darstellung von Hedgefondszusammenbrüchen bei *Kaiser*, Hedgefonds, S. 171 ff.; *Muhtaseb/Yang*, 15 J. Fin. Crime 179, 182 ff. (2008); *Lack*, *Mirage*, S. 129 ff.; zu europäischen Fonds *Hankova/Lhabitant*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 83 ff.; exemplarisch zum Zusammenbruch von *Amaranth Advisors* im Jahr 2006 *Chincarini*, 10 J. Alt. Inv. 91 ff. (2007); *Mallaby*, *Money*, S. 310 ff.; zum Madoff-Betrugsfall *Rhee*, 35 J. Corp. L. 363, 365 ff. (2010).

<sup>237</sup> Aus Anlegersicht bedeutet dies vorteilhafte Diversifikationseffekte, vgl. *Fung/Hsieh*, 60 Fin. An. J. 65 ff. (2004); gleichwohl weisen auch Hedgefonds regelmäßig Exposure zu traditionellen (Aktien-) Risikofaktoren auf, vgl. *Belmont*, Hedge Fund Risk, S. 143 ff.; *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 272 f. m.w.N. (2009).

<sup>238</sup> Das Konzept der sog. alternativen Risikoprämien (*alternative risk premiae*) verstehen *Hamdan/Pavlovsky/Roncalli/Zheng*, Working Paper 2016, S. 2 ff. als Erweiterung des zunächst für Aktienanlagen entwickelten Faktorrisiko-Ansatzes auf weitere Anlageklassen wie Zinsen, Währungen oder Rohstoffe über die allein auf steigende Wertentwicklung setzenden Anlagestrategien (*long only*) hinaus; vgl. auch *Roncalli*, Working Paper 2017, S. 12 ff.

<sup>239</sup> Vgl. grundlegend *Fung/Hsieh*, 10 Rev. Fin. Stud. 275, 281 ff. (1997) und *dies.*, 60 Fin. An. J. 65 ff. (2004), die ein weithin angewandtes Sieben-Faktoren-Modell entwickeln; *Schneeweis/Spurgin*, 1 J. Alt. Inv. 1 ff. (1998); *Agarwal/Naik*, 17 Rev. Fin. Stud. 63, 69 ff. (2004); kursorisch *Preece*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 481 ff.; *Roncalli*, Working Paper 2017, S. 7 ff.; *Hamdan/Pavlovsky/Roncalli/Zheng*, Working Paper 2016, S. 55 ff.

<sup>240</sup> Der Begriff des *tail risk* leitet sich von der statistischen Darstellung ab (sog. *fat tail* der Normalverteilung) ab, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 308; *Engert*, ZBB 2014, 108, 114. Extremwertereignisse werden auch als sog. „schwarze Schwäne“ umschrieben, vgl. *Taleb*, *Black Swan*, S. 3 ff. und passim.

<sup>241</sup> Der Verkäufer (Emittent) einer Option (Put/Call) erzielt – ähnlich einer Versicherung – eine Optionsprämie, solange die Option aus dem Geld liegt. Parallelen des systematischen Risikos von Equity-Hedgefondsstrategien zu Stillhaltergeschäften in Put-Optionen zeigen *Agarwal/Naik*, 17 Rev. Fin. Stud. 63, 65 ff. (2004) auf; vgl. *Hasanhodzic/Lo*, 5 J. Inv. Man. 5, 8 ff. (2007); *Buraschi/Kosowski/Trojani*, 27 Rev. Fin. Stud. 581, 607 ff. (2014) zufolge korreliert höheres Tail Risk-Exposure mit höheren Renditen.

<sup>242</sup> Entgegen der Annahme klassischer Kapitalmarktmodelle sind Hedgefondsrenditen nicht normalverteilt, sondern weisen eine Schiefe (Skewness) oder Wölbung (Kurtosis) auf, vgl. *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, *Portfoliomanagement*, S. 47 ff.; *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 164 f.; *Syriopoulos*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 507 ff.; *Lo*, 57 Fin. An. J. 16 ff. (2001).

rechnung, asymmetrische Risk-Return-Profile zutreffender abzubilden.<sup>243</sup> Hedgefondsrisiken sind daher vor allem als Modellrisiken zu begreifen, die dabei auch stets die kaum quantifizierbare Möglichkeit der Fehlerhaftigkeit der zugrundeliegenden Modelle bzw. Annahmen beinhalten.

#### dd) Risiken in Private Equity-Fonds

Die Risikoquantifizierung und -steuerung in Private Equity-Strategien unterscheidet sich erheblich von jener in Hedgefonds, da kapitalmarktbasierende Methoden mangels einer Marktnotierung der Portfoliobeteiligungen nicht zur Verfügung stehen.<sup>244</sup> Das Risikoprofil eines PE-Fonds wird maßgeblich von der Natur des Anlagegutes und der individuellen Strategie sowie personenbezogenen Risiken bestimmt.<sup>245</sup> Hinzu treten aufgrund des oft hohen und rückgrifflosen Fremdkapitaleinsatzes auf Beteiligungsebene besondere Finanzierungsrisiken. Eine prioritäre Rolle spielt damit die Schuldendienstfähigkeit des Akquisitionsobjekts. Die Methoden und Prozesse der Risikosteuerung unterscheiden sich anhand des Investitionszyklus eines PE-Fonds nach Auswahl-, Akquisitions-, Beteiligungs- und Verkaufsphase und sind von den besonderen Überwachungs- und Kontrollmöglichkeiten eines Mehrheitseigentümers geprägt. In der Auswahl potentieller Akquisitionsobjekte ist der Manager regelmäßig an risikodiversifizierende Rahmenvorgaben der Fondsdokumentation (sog. Anlagegrenzen) gebunden.<sup>246</sup> Vor dem Erwerb einer Beteiligung wird diese einer eingehenden Sorgfaltsprüfung (Due Diligence) unterzogen, um ertragskraft- und mithin kaufpreisrelevante Risiken zu identifizieren.<sup>247</sup> Während der Investitionsdauer nimmt der Fondsmanager auf der Grundlage

---

<sup>243</sup> Als Ansätze werden die *Sortino-Ratio* oder *Return on VaR* verwandt, vgl. näher *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 472 ff.; *Goltz/Schröder*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 177 ff.

<sup>244</sup> Vgl. EVCA, *Risk Measurement Guidelines 2013*, S. 6 ff.; INREV, *Guidelines 2014*, S. 20 ff.; *Kojima/Murphy*, 14 J. Priv. Eq. 18 ff. (2010); zur Bewertung nicht kapitalmarktnotierter Finanzanlagen *Copeland/Weston/Shastri*, *Finanzierungstheorie*, S. 58; *Albrecht/Maurer*, *Investment*, S. 55 ff.

<sup>245</sup> Vgl. *Kojima/Murphy*, 14 J. Priv. Eq. 18, 21 ff. (2010).

<sup>246</sup> Diese begrenzen den Handlungsspielraum des Fondsmanagers, indem sie strategische und technische Investitionskriterien des Fonds definieren. Oft definiert die Fondsdokumentation etwa für die Auswahl eines Investments qualitative Vorgaben (z.B. operativer bzw. geographischer Fokus) und quantitative Beschränkungen (z.B. Investitionssumme), vgl. *Demaria*, *Private Equity*, S. 68 ff.; *McCahery/Vermeulen*, in: Cumming (Hrsg.), *Private Equity*, S. 373 ff.; *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 496 ff. (1990).

<sup>247</sup> Ökonomisch werden damit Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien ausgeglichen. Vgl. zu den meist durch externe Berater vollzogenen Prüfungsaspekten (z.B. Recht, Finanzen, Steuern etc.), deren Ergebnisse in sog. Due Diligence-Berichten fixiert werden, *Koffka*, in: Eilers/ders./Mackensen (Hrsg.), *Private Equity*, S. 35 ff.; *Geyrhalter/Zirngibl, Böhl* und *Strottmann/Pinkernelle*,

eines Beteiligungsvertrages<sup>248</sup> die Funktion des sog. Beteiligungscontrollings<sup>249</sup> wahr. Dazu wird die Schuldendienstfähigkeit der Portfoliobeteiligung auf Grundlage eines kennzahlenbasierten Controllingsystems<sup>250</sup>, in dessen Rahmen auch Zusicherungen an Fremdkapitalgeber (sog. Covenants)<sup>251</sup> zu berücksichtigen sind, fortlaufend überwacht.

### c) Finanzmarktstabilität und systemische Risiken in AIF

Ausweislich der Erwägungsgründe der AIFM-Richtlinie erkennt der europäische Gesetzgeber einen möglichen Beitrag alternativer Investmentfonds zur Verbreitung oder Verstärkung von Risiken für andere Marktteilnehmer und hebt den Schutz der Finanzmarktstabilität (Systemschutz) als zentrales Regulierungsmotiv hervor.<sup>252</sup> Darüber hinaus verfolgen jüngere transnationale Regulierungsbestrebungen eine besondere aufsichtliche Behandlung alternativer global systemisch relevanter Finanzmarktakteure.<sup>253</sup> Die verfügbare ökonomische Evidenz lässt gleichwohl ein differenziertes Bild erkennen.

---

jeweils in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 139 ff., S. 165 ff. und S. 191 ff.

<sup>248</sup> Dieser zwischen Fonds- und Portfoliogesellschaft geschlossene Vertrag erweitert als schuldrechtliches Kontrollinstrument die gesetzlichen Informations- und Kontrollrechte der Gesellschafter (z.B. §§ 37 Abs. 1, 51a, 51b GmbHG), vgl. *Inhester*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 230 ff.

<sup>249</sup> Vgl. näher *Theiler*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 347 ff.

<sup>250</sup> Verwendung finden neben Kennziffern des externe Berichtswesens (z.B. IRR, Multiple) etwa der Verschuldungsgrad, der das Verhältnis zwischen bilanziellem Fremd- und Eigenkapital angibt, sowie kapitaldienstbezogene Kennziffern, die Cashflow- oder Ertragswerte den Zins- und Tilgungsverpflichtungen gegenüberstellen (z.B. Schuldendienstdeckungsgrad), vgl. *Theiler*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 346 ff.; *Koffka*, in: Eilers/ders./Mackensen (Hrsg.), *Private Equity*, S. 384 f.

<sup>251</sup> Fremdkapitalfazilitäten in Buyout-Finanzierungen beinhalten als Kreditnebenbedingungen regelmäßig sog. finanzielle und nicht-finanzielle Covenants, deren Verletzung etwa Einflussnahme- oder Kündigungsrechte begründen, vgl. *Merkel/Richrath*, in: *Bankrechts-Handbuch*, § 98 Rn. 174 ff.; *Koffka*, in: Eilers/ders./Mackensen (Hrsg.), *Private Equity*, S. 384 f.; *Ingenhoven*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 277 ff.; *Zülch/Holzamer/Kretzmann/Böhm*, DB 2015, 689 ff.

<sup>252</sup> Vgl. Erwgr. 2 S. 1 AIFM-RL; Erwgr. 3 S. 1 AIFM-RL; eingehend Erwgr. 49 ff. AIFM-RL bzgl. potentieller systemischer Effekte von Hebelfinanzierung; Erwgr. 63 S. 3 und Erwgr. 69 S. 3 AIFM-RL bzgl. Nicht-EU-AIFM; Erwgr. 79 2. HS AIFM-RL; weiterhin werden gem. Erwgr. 17 S. 2 AIFM-RL mögliche „Systemrisiken“ auch im Zusammenwirken der Tätigkeiten sog. „kleiner AIFM“ gesehen. Demgegenüber stellte noch der *de Larosière*-Bericht einen geringen systemischen Verursachungsbeitrag von Hedgefonds fest (Rz. 86), sodass allenfalls Transparenzpflichten (Rz. 88) abzuleiten seien, vgl. *de Larosière*-Bericht, S. 24 („*hedge funds [...] did not play a major role in the emergence of the crisis. Their role has largely been limited to a transmission function*“). Der Standpunkt der Kommission verbleibt demgegenüber vage („*AIFM [...] may have contributed*“), AIFMD Impact Assessment, S. 8.

<sup>253</sup> Siehe zur Einordnung sog. NBNI G-SIFI (*Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institution*) Kapitel 3 sub III. 2. d).

## aa) Systemische Risiken des Bankensektors

Ausgangspunkt der Betrachtung ist der Regulierungsbedarf des Bankensektors, der in dessen besonderer Vertrauensempfindlichkeit und der damit verbundenen Neigung zu Instabilität begründet liegt.<sup>254</sup> Dieser Befund fußt auf Anreizen zu überhöhter Risikonahme und der inkongruenten Finanzierungsstruktur des Kreditgeschäfts, die aus ihrer Funktion der Liquiditäts-, Fristen- und Risikotransformation durch kurzfristige Finanzierung und langfristige Kreditvergabe resultiert.<sup>255</sup> Kommt es infolge eines Vertrauensverlustes zu einem Einlagenabzug (*bank run*)<sup>256</sup>, kann der folgende Liquiditätsmangel eines Instituts zunächst dessen Insolvenz bedingen<sup>257</sup> und durch Marktreaktionen aufgrund der engen wechselseitigen Verbundenheit des Bankensektors als systemische Folgen auch die Solvenz weiterer Institute<sup>258</sup> bedrohen. Durch Notverkäufe kann auf Wertpapier- und Interbankenmärkten ein Verfall der Vermögenspreise eintreten, der zu einem Liquiditätsmangel weiterer Banken führt.<sup>259</sup> Damit gehen erschwerte Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken einher, die in einer restriktiveren Kreditvergabe resultieren und negative volkswirtschaftliche Effekte zeitigen können.<sup>260</sup> Hinzu tritt die Gefahr, dass systemisch bedeutende Institute aufgrund einer impliziten Staatsgarantie für Rettungsmaßnahmen überhöhte Risiken eingehen.<sup>261</sup>

---

<sup>254</sup> Vgl. *Freixas/Rochet*, *Microeconomics of Banking*, S. 307 f.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 313; *Bhattacharya/Boot/Thakor*, 30 *J. Mon. Cred. Bank.* 745, 753 ff. (1998); *Pflock*, *Bankenregulierung*, S. 87 ff.; zu Beispielen *Binder*, *Bankeninsolvenzen*, S. 51 ff.

<sup>255</sup> Als zentrale Risikoparameter des klassischen Bankgeschäfts stellen sich neben Liquiditätsrisiken ferner Ausfall-, Preis- und operationelle Risiken dar. Hinzu treten Risiken aus Intermediärfunktionen des Investmentbankings, die vor allem im Wertpapier- und Derivatehandel begründet liegen. Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 5 ff. und S. 381 ff.; *Freixas/Rochet*, *Microeconomics of Banking*, S. 265 ff.; *Greenbaum/Thakor*, *Financial Intermediation*, S. 127 ff.

<sup>256</sup> Dem Problem liegt aus mikroökonomischer Sicht eine Informationsasymmetrie zwischen Einleger als Prinzipal und Bank als Agent zugrunde, vgl. *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, *Economics*, S. 232 f.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 316 f.

<sup>257</sup> Vgl. *Freixas/Rochet*, *Microeconomics of Banking*, S. 217 ff.; *Reinhart/Rogoff*, *This Time*, S. 141 ff.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 313; *Gerenkamp/Kuklick*, *ZBB* 2011, 430, 432; *Binder*, *Bankeninsolvenzen*, S. 101 ff.

<sup>258</sup> Das systemische Risiko resultiert also nicht schon aus dem sog. exogenen Schock, der die Schieflage einer Bank auslöst, sondern erst aus der Reaktion der Marktteilnehmer auf diesen Schock, *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 316.

<sup>259</sup> Siehe zu dieser sog. Liquiditätsspirale *Brunnermeier/Pedersen*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2201, 2204 (2009); vgl. auch *Hellwig*, *SZVS* 1995, 723, 724 ff.; *Allen/Gale*, *Financial Crises*, S. 20 f.

<sup>260</sup> Vgl. *Allen/Gale*, *Financial Crises*, S. 18 f.; *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, *Economics*, S. 176 ff.

<sup>261</sup> Zu der Problematik einer impliziten Staatsgarantie für systemisch bedeutende Institute (*too big to fail* bzw. *too interconnected to fail*) vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 316; *Pflock*, *Bankenregulierung*, S. 2 ff.; zu den Ursachen der Finanzmarktkrise aus mikroökono-

Aus diesen sog. negativen Externalitäten folgt ein staatlicher Interventionsauftrag. Abgeleitet wird daraus das Erfordernis, Banken einer sektorspezifischen Regulierung durch eine Vielzahl unterschiedlicher Instrumente zu unterwerfen.<sup>262</sup> Die Erhöhung der Verlusttragfähigkeit einer Bank verfolgen zunächst Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften, die um das Erfordernis von Einlagensicherungssystemen und Vorschriften für die Steuerung bankbetrieblicher Risiken komplettiert werden.<sup>263</sup> Neben diese primär gläubigerschützenden (sog. mikroprudenziellen) Regulierungsinstrumente, denen ein reflexartiger Schutz der Finanzmarktstabilität beigemessen wird, sind Maßnahmen getreten, die – begleitet von einer spezifischen Aufsichtsmethodik<sup>264</sup> – eine Stärkung der Marktinfrastruktur<sup>265</sup>, geordnete Restrukturierungen und Abwicklungen insolventer Banken<sup>266</sup> und eine besondere Krisenresistenz systemrelevanter Institute<sup>267</sup> verfolgen.

#### bb) Risikodeterminanten und Transmissionsmechanismen

Demgegenüber sind systemische Risikoimplikationen der durch die AIFM-RL regulierten alternativen Investmentfonds<sup>268</sup> schwieriger greifbar. Innerhalb der Gruppe dieser Marktakteure wird insbesondere die Eigenschaft von Hedgefonds diskutiert, neben nachweislich positiven Effekten<sup>269</sup> auch systemische Risiken zu begründen bzw. zu

---

mischer Perspektive *Brunnermeier*, 23 J. Econ. Persp. 77 ff. (2009); *Rudolph*, ZGR 2010, 1 ff.

<sup>262</sup> Vgl. *Lo*, 1 J. Fin. Econ. Pol. 4, 31 (2009); *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 316; *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, Economics, S. 232 ff.; indes kritisch zu einer nicht-formal begründeten Einordnung systemischer Risiken als Marktversagen *Allen/Gale*, Financial Crises, S. 190 ff.; siehe zur theoretischen Einordnung negativer externer Effekte bereits oben sub a) bb).

<sup>263</sup> Vgl. überblicksartig *Schäfer*, ZHR 175 (2011), 319 ff.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 335 ff.; *Bhattacharya/Boot/Thakor*, 30 J. Mon. Cred. Bank. 745, 755 ff. (1998); zur Historie im nationalen Kontext *Pahlow*, Der Staat 50 (2011), 621 ff.; für eine formale Analyse regulatorischer Kapitalstruktur- und Liquiditätsvorgaben *Allen/Gale*, Financial Crises, S. 194 ff.

<sup>264</sup> Vgl. zu methodischen Ansätzen *Lo*, 1 J. Fin. Econ. Pol. 4, 10 f. (2009); *Reinhart/Rogoff*, This Time, S. 248 ff.; zu europäischen Aufsichtsstrukturen siehe kursorisch Kapitel 3 sub I. 1. b).

<sup>265</sup> Vgl. zur Regulierung des Derivatehandels, vgl. *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 ff.; zur Regulierung außerbörslicher Marktstrukturen *Gomber/Nassauer*, ZBB 2014, 250, 253 ff.

<sup>266</sup> Vgl. zu regulatorischen Vorgaben für die Bankenrestrukturierung und -abwicklung aus nationaler Perspektive *Binder*, ZBB 2012, 417 ff.; aus internationaler Perspektive *Haentjens*, IILR 2014, 255 ff.

<sup>267</sup> Als zentrales regulatorisches Mittel wird neben generell erhöhten Eigenkapitalanforderungen ein zusätzlicher Kapitalpuffer für global systemisch bedeutende Banken betrachtet (sog. Verlustabsorptionsfähigkeit bzw. *Total Loss-Absorbing Capacity*, TLAC), vgl. FSB, TLAC Term Sheet 2015, S. 5 ff.; *Pflock*, Bankenregulierung, S. 239 ff.; kritisch noch *Hellwig*, SZVS 1995, 723, 731 ff.

<sup>268</sup> Siehe zur Einordnung alternativer Investmentfonds aus rechtstatsächlicher Perspektive bereits Kapitel 1 sub I. sowie aus regulatorischer Sicht Kapitel 3 sub I. 2. c).

<sup>269</sup> Als Anbieter von Liquidität und Arbitrageure, die Fehlbewertungen korrigieren und die Preisbildung verbessern, werden Hedgefonds effizienzsteigernde Effekte zugeschrieben, vgl. *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), Financial Stability, S. 161 f.

verstärken. Herauszustellen ist dabei, dass es sich bei der Diskussion um Finanzmarktstabilitätsrisiken durch sog. Schattenbanken<sup>270</sup> um einen hiervon zu unterscheidenden Untersuchungsgegenstand handelt. Dieser betrifft vielmehr Liquiditätsrisiken durch Kreditintermediation über Anlageformen des sog. Geldmarkts<sup>271</sup>, die in kurzlaufende Zinstitel investieren und damit bankähnliche Funktionen erfüllen.<sup>272</sup> Zentrales Moment der Diskussion um Hedgefonds sind vor allem Effekte für die Marktliquidität, die aus ihrer Kapitalstruktur und ihren Anlagetechniken in Gestalt von Leerverkäufen und Derivaten resultieren können. Als zentrale Mechanismen der Übertragung systemischer Risiken werden ein sog. Marktkanal und ein sog. Gegenparteikanal identifiziert.<sup>273</sup>

Aspekte des ersten Transmissionsmechanismus sind insbesondere Leerverkäufe und Derivatgeschäfte in der Hoffnung auf fallende Kurse<sup>274</sup>, die entgegen der Grundannahme einer effizienzsteigernden Wirkung von Spekulation<sup>275</sup> in der Kritik stehen, auf Märkten zu Preisverzerrungen zu führen und Insolvenzgefahren für Emittenten zu begründen.<sup>276</sup> Einen von der Finanzmarktstabilität grundlegend verschiedenen Aspekt stellt dagegen die Marktintegrität dar, die etwa durch manipulativen Handel berührt wird, aber selten mit systemischen Effekten verbunden ist.<sup>277</sup> Auch die meist inkongruente Finanzierungsstruktur von Hedgefonds ist nicht mit der Fragilität von Banken vergleichbar. So besteht zwar die Möglichkeit, dass Anleger in einer Krise durch hohe Anteilsrückgaben einen Liquidität generierenden Portfolioabbau veranlassen. Dabei sind

---

<sup>270</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung sog. Schattenbanken Kapitel 3 sub I. 2. a).

<sup>271</sup> Vgl. zu Instrumenten des sog. Geldmarktes *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, Economics, S. 27 ff.; zur regulatorischen Einordnung von Geldmarktfonds siehe Kapitel 3 sub I. 2. a).

<sup>272</sup> Vgl. zum sog. Schattenbankensektor, dem vor allem Geldmarktfonds, Verbriefungsgesellschaften und Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos) zugeordnet werden, *Pozsar/Adrian/Ashcraft/Boesky*, FRB of New York Staff Report No. 458 (2010), S. 46 ff.; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 03/2014, S. 15 ff.; zu systemischen Risikoimplikationen *Bengtsson*, 23 FMII 101 ff. (2014); in der transnationalen Aufsichtsterminologie werden Schattenbanken auch als sog. andere Finanzintermediäre (*other financial intermediaries*) eingeordnet, FSB, Shadow Banking Report 2016, S. 35 ff.

<sup>273</sup> Vgl. zu Marktkanal (*market channel*) und Gegenparteikanal (*counterparty channel*) FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 29; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 4.

<sup>274</sup> Trendverstärkender Spekulationshandel kann entweder die Entstehung von Preisblasen begünstigen (*positive feedback trading*) oder den Preisverfall auf fallenden Märkten beschleunigen (*negative feedback trading*), vgl. grundlegend *De Long/Shleifer/Summers/Waldmann*, 45 J. Fin. 375 ff. (1990).

<sup>275</sup> Vgl. *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance, S. 681 ff.; eingehend *Klöhn*, Spekulation, S. 57 ff.

<sup>276</sup> Vgl. *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 339 ff.

<sup>277</sup> Etwas anderes könnte allein dann gelten, wenn einzelne Marktteilnehmer aufgrund ihrer Größe oder der Illiquidität eines Marktes manipulativ Marktpreise beeinflussen. Vgl. exemplarisch zur Manipulation (*cornering*) des Silbermarktes durch die Brüder *Hunt* im Jahr 1979 *Hull*, Derivatives, S. 38 f.

Hedgefonds jedoch aufgrund vertraglicher Rückgaberestriktionen (z.B. Wertgrenzen, Gebührenanreize)<sup>278</sup> geringeren Liquiditätsrisiken als Einlageninstitute ausgesetzt.

Im Zusammenhang mit Liquiditätskrisen werden auch die Effekte plötzlicher Portfolioverkäufe (*fire sales*) von Hedgefonds diskutiert, die insbesondere auf illiquiden (engen) Märkten disruptiv wirken, d.h. zu „Abwärtsspiralen“ der Preisbildung und einem „Austrocknen“ der Liquidität führen können.<sup>279</sup> Die Literatur deutet jedoch darauf hin, dass es sich hierbei nicht um ein spezifisches Problem von Hedgefondsstrategien handelt, sondern entsprechende Effekte auf marktweite Liquiditätsschocks zurückzuführen sind.<sup>280</sup>

Von systemischer Relevanz kann hingegen der Einsatz von Leverage als Transmissionsmechanismus des sog. Gegenparteikanals sein, indem Kreditausfälle eines Prime Brokers zu Kettenreaktionen auf dem Bankenmarkt führen.<sup>281</sup> Die systemische Dimension folgt aus der Vernetzung der Finanzmarktteilnehmer<sup>282</sup> sowie aus Korrelationen zwischen den Positionen verschiedener Hedgefonds, die ähnliche Strategien verfolgen<sup>283</sup>. Allerdings stellt sich auch die Verwendung relativ bzw. absolut hoher Kredithebel nicht schlechthin als systemisch bedenklich dar; maßgebend ist vielmehr zunächst das jeweilige Ausfallrisiko des betroffenen Kreditgebers.<sup>284</sup> Systemische Risiken aus der Kreditvergabe an Hedgefonds sind daher primär als Aspekt des Risikomanagements in Banken, dagegen weniger als genuines Risiko der Anlagestrategien von Hedgefonds

---

<sup>278</sup> Siehe dazu bereits oben Kapitel 1 sub II. 2. b).

<sup>279</sup> Vgl. zu Liquiditätsspiralen aufgrund von Rückkoppelungen zwischen erhöhten Margin-Anforderungen (*margin spiral*) und Kursverlusten (*loss spiral*) modelltheoretisch eingehend *Brunnermeier/Pedersen*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2201, 2214 ff. (2009); *Brunnermeier*, 23 *J. Econ. Persp.* 77, 92 ff. (2009); zu Ansteckungseffekten (*contagion*) zwischen Hedgefonds *Boyson/Stahel/Stulz*, 65 *J. Fin.* 1789, 1793 ff. (2010).

<sup>280</sup> Vgl. *Brunnermeier/Pedersen*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2201 ff. (2009); *Boyson/Stahel/Stulz*, 65 *J. Fin.* 1789, 1815 (2010).

<sup>281</sup> Die entscheidenden Risikoparameter sind dabei der Umfang des eingesetzten (direkten und indirekten) Leverage und der Grad der Vernetzung mit anderen Marktakteuren, insbesondere über Derivatmärkte.

<sup>282</sup> Vgl. zu Ansätzen, das gesamte Finanzsystem als Portfolio i.S.d. Portfoliotheorie zu modellieren und Erkenntnisse der sog. Netzwerkforschung heranzuziehen *Billio/Getmansky/Lo/Pelizzon*, 104 *J. Fin. Econ.* 535 ff. (2012); *Lo*, 1 *J. Fin. Econ. Pol.* 4, 10 ff. (2009).

<sup>283</sup> Vgl. *Boyson/Stahel/Stulz*, 65 *J. Fin.* 1789 ff. (2010); anknüpfend an *Brunnermeier/Pedersen*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2201 ff. (2009); *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), *Financial Stability*, S. 162 ff.

<sup>284</sup> Auch variieren Leveragegrade zwischen Hedgefonds-Strategien erheblich, vgl. *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), *Financial Stability*, S. 160 f.

zu begreifen.<sup>285</sup> Diese Erwägungen greifen erst recht für geschlossene, illiquide Fondsstrukturen, d.h. Private Equity-Fonds im weitesten Sinne und sonstige alternative Anlageklassen. Als einziger potentieller Mechanismus von systemischer Relevanz kommt in diesen die Fremdkapitalaufnahme auf Ebene des Unternehmens bzw. Investitionsobjekts in Betracht.<sup>286</sup> Hierbei handelt es sich jedoch prinzipiell allein um besondere Formen der Unternehmensfinanzierung, sodass zunächst bankenaufsichtliche Aspekte der Kreditrisikosteuerung berührt sind.<sup>287</sup>

### cc) Systemrisikoeffekte alternativer Investmentfonds

In der empirischen Untersuchung der Effekte von Hedgefondsaktivitäten in Finanzmarktkrisen stehen trendverstärkende Spekulation, Gegenparteirisiken und sog. Herdenverhalten im Mittelpunkt.<sup>288</sup> Die bisherige Evidenz systemischer Verursachungsbeiträge ist zwar als schwach zu bewerten, indes scheinen Hedgefonds mit anderen Finanzmarktteilnehmern zunehmend eng vernetzt zu sein.<sup>289</sup> Untersucht wurden etwa die Spekulation eines Hedgefonds gegen das britische Pfund (1992)<sup>290</sup>, Spekulationen auf Währungsabwertungen in der sog. Asienkrise (1997)<sup>291</sup>, der sog. LTCM-Zusammen-

---

<sup>285</sup> Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass Hedgefonds oft einen geringeren Leveragefaktor als Banken aufweisen (ca. 3- bis 4-fach), vgl. *Danielsson/Taylor/Zigrand*, 1 J. Fin. Stab. 522, 529 f. (2005); *Shadab*, 6 Berk. Bus. L. J. 240, 254 Fn. 76 (2009).

<sup>286</sup> Sofern Private Equity-Fonds als langfristige Anleger in illiquide, nicht börsennotierte Beteiligungen investieren, sind markt- bzw. handelsbezogenen Aspekte bereits nicht übertragbar. Aufgrund der langfristigen Finanzierungsstruktur dieser Fonds, die meist weder Anteilsrückgaben noch den Einsatz von Leverage oder Derivaten auf Fondsebene vorsieht, sind Liquiditätsrisiken auf Portfolioebene weitgehend ausgeschlossen.

<sup>287</sup> Etwas anderes kann sich allenfalls aus verbrieften Formen des Kreditrisikotransfers über Darlehensmärkte ergeben, indem Banken als Arrangeure zunächst Darlehen an Portfoliobeteiligungen alternativer Investmentfonds vergeben und die Kreditrisiken durch Verbriefungstransaktionen (sog. *Collateralised Loan Obligations*) an Kapitalanleger weiterreichen, vgl. BoE, Quarterly Bulletin 1/2013, S. 40; EZB, Monatsbericht 08/2007, S. 102 f.

<sup>288</sup> Vgl. überblicksartig *Danielsson/Taylor/Zigrand*, 1 J. Fin. Stab. 522, 528 ff. (2005); *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 339 ff.

<sup>289</sup> Vgl. für einen visualisierten Vergleich der Zeiträume 1994–1996 und 2006–2008 *Billio/Getmansky/Lo/Pelizzon*, 104 J. Fin. Econ. 535, 546 f. (2012).

<sup>290</sup> Die Spekulation des von *George Soros* verwalteten Quantum Fund auf eine Abwertung des Britischen Pfunds löste dessen Bindung im Rahmen des Europäischen Währungssystems, vgl. *Mallaby*, *Money*, S. 62 ff. und S. 147 ff. Die Ursachen dieser Anpassung lagen jedoch in makroökonomischen Ungleichgewichten begründet, sodass der Währungsspekulation allein ein Verursachungsbeitrag für die erhebliche Intensität der Anpassungseffekte zuzuschreiben ist, vgl. *Fung/Hsieh*, 7 J. Emp. Fin. 1, 15 ff. (2000).

<sup>291</sup> Infolge von Wechselkursliberalisierungen spekulierten Global Macro-Hedgefonds 1997 in der Asienkrise auf Währungsabwertungen und begegneten dafür teils heftiger Kritik, vgl. *Danielsson/Taylor/Zigrand*, 1 J. Fin. Stab. 522, 528 ff. (2005); *Capocci*, *Hedge Funds*, S. 469 ff. Negative gesamtwirtschaftliche Auswirkungen konnten Untersuchungen indes nicht belegen, vgl. *Eichengreen*/

bruch (1998)<sup>292</sup>, trendverstärkender Handel während der sog. IT-Blase (2000)<sup>293</sup> und hohe Verluste eines Energiehandels-Hedgefonds (2006)<sup>294</sup>. In der Finanzmarktkrise (2007/2008) wird Hedgefonds zwar kein zentraler Verursachungsbeitrag hinsichtlich der Begründung der zugrundeliegenden Ursachen zugewiesen, jedoch gibt es Belege für krisenverstärkende Transmissionseffekte.<sup>295</sup> Diskutiert werden diesbezüglich die Rolle von Hedgefonds im Kreditverbriefungsmarkt, Verkaufswellen quantitativer Hedgefonds und die Effekte von Leerverkäufen. Empirische Belege für Einflüsse von Hedgefondsaktivitäten auf das Wachstum des Marktes für Subprime-Kreditverbriefungen sind indes gering.<sup>296</sup> Kritischer werden demgegenüber Marktpreiseffekte und Gegenpartearisiken infolge zeitgleicher Portfolioliquidationen quantitativer Hedgefonds bewertet; ihre Ursachen werden in Verlusten gehebelter Positionen vermutet, denen eng korrelierte Anlagestrategien zugrunde lagen.<sup>297</sup> Besondere Aufmerksamkeit erfuhren in der Krise ferner Leerverkäufe. Soweit zum einen Spekulationen auf Wertverluste von Subprime-Portfolien Interessenkonflikte zwischen Banken und ihren Kunden begründeten, berührt dies allein Fragen der Marktintegrität.<sup>298</sup> Soweit zum anderen Leerverkäufe die Liquidi-

---

*Mathieson/Sharma/Chadha/Kodres/Jansen*, IMF Occasional Paper No. 166 (1998), S. 1 ff.

<sup>292</sup> Der Zusammenbruch des nur vier Jahre operativen Fonds *Long Term Capital Management* (LTCM) gilt gemeinhin als Lehrbuchfall eines systemisch relevanten Hedgefonds. Das stark gehebelte und mit zunächst über 40 % p.a. profitable Portfolio umfasste 1998 Vermögenswerte i.H.v. 125 Mrd. USD bei einem Eigenkapital von nur 5 Mrd. USD (25x Leverage-Faktor), vgl. *Edwards*, 13 J. Econ. Persp. 189, 197 ff. (1999); *Capocci*, Hedge Funds, S. 456 ff.; eingehend *Lowenstein*, Genius, passim.

<sup>293</sup> Diesbezüglich sind zwar trendverstärkende, nicht aber systemische Auswirkungen spekulativer Positionen in Technologieaktien belegt, vgl. *Brunnermeier/Nagel*, 59 J. Fin. 2013, 2037 f. (2004).

<sup>294</sup> Der im Verlustausmaß verglichen mit LTCM größere Zusammenbruch von *Amaranth Advisors* 2006 sowie eine Vielzahl weiterer Hedgefondszusammenbrüche werden als systemisch unbedeutend bewertet, vgl. *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 340.

<sup>295</sup> Vgl. *Billio/Getmansky/Lo/Pelizzon*, 104 J. Fin. Econ. 535, 555 (2012); *Lo*, 1 J. Fin. Econ. Pol. 4, 16 ff. (2009); *Khandani/Lo*, 14 J. Fin. M. 1, 5 (2011); *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), Financial Stability, S. 171.

<sup>296</sup> Vgl. *Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson*, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), Financial Stability, S. 167; *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), Alternative Investments, S. 523; *Eisinger/Bernstein*, ProPublica v. 09.04.2010 (online) zum Fall des Hedgefonds *Magnetar Capital*.

<sup>297</sup> Als zentrale Ereignisse gelten der Zusammenbruch zweier von der Investmentbank *Bear Stearns* verwalteter Subprime-Hedgefonds im Juni/Juli 2007 und ein marktübergreifendes *de-leveraging* quantitativer Equity- und Arbitrage-Fonds im August 2007 (sog. „Quant Meltdown“). Diese waren aufgrund von Anteilsrückgaben, restriktiverer Kreditvergabe der Prime Broker und Marktpreisverwerfungen bei geringerer Marktliquidität zu Portfolioverkäufen gezwungen, vgl. *Khandani/Lo*, 14 J. Fin. M. 1 ff. (2011); *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 343.

<sup>298</sup> Bekanntheit erlangte durch Ermittlungen der US-Aufsichtsbehörde SEC eine Transaktion des Hedgefondsmanagers *John Paulson* mit der Investmentbank Goldman, Sachs & Co. („ABACUS 2007-AC1“), mittels derer die Bank dem Hedgefonds eine Wette auf den Wertverlust strukturierter Papiere ermöglichte, die sie zuvor einer deutschen Spezialbank als Zinsanlage verkauft hatte, vgl. Securities and Exchange Commission v. Goldman, Sachs & Co. and Fabrice Tourre, Civil Action No. 10 Civ.

tätssituation systemisch relevanter Finanzinstitute beeinflussten, mag dies zwar Übertragungseffekte indizieren.<sup>299</sup> Gleichwohl liegt die Ursache des Preisverfalls in überhöhten Bewertungen der betroffenen Institute; zudem führen neben Hedgefonds vielzählige weitere Marktteilnehmer Leerverkäufe durch.<sup>300</sup>

Schließlich sind auch keine Belege ersichtlich, die eine Begründung systemischer Risiken durch Private Equity-Fonds und strukturell vergleichbare illiquide alternative Investmentfonds erkennen lassen. Aus makroprudenzieller Perspektive fanden zwar Kreditrisiken für das Bankensystem Beachtung, die aus erhöhten Verschuldungsgraden innerhalb der kaskadierten Fremdkapitalstruktur von LBO-Transaktionen resultieren können.<sup>301</sup> Als zentraler Faktor des Leverageumfangs in Buyout-Transaktionen wird dabei – anders als für den Fremdfinanzierungsgrad in übrigen Unternehmen – die allgemeine Verfügbarkeit von Kredit am Markt identifiziert.<sup>302</sup> Leveraged Buyouts stellen sich somit als zyklische Anlagestrategie<sup>303</sup> dar, mit der ein volatiler Refinanzierungsbedarf<sup>304</sup> korrespondiert. Dies kann in rückläufigen Konjunkturzyklen in kumulierten Kreditausfällen in Banken resultieren; ferner können Kreditrisiken über Verbriefungsmärkte auf Dritte verlagert werden und vermittels dieses Marktkanals stabilitätsgefährdend wirken.<sup>305</sup> Stets haben indes Banken – als Kreditgeber oder Arrangeur – maßgeblichen Einfluss auf den Umfang des Fremdkapitaleinsatzes. Aus funktionaler Perspektive sollten regulatorische Maßnahmen für hebel-finanzierte Geschäfte daher primär Banken als zentrale Risikointermediäre adressieren.<sup>306</sup>

---

3229 (S.D.N.Y.), SEC Litigation Release No. 21592 v. 15.07.2010; dazu *Craig/Scannell*, WSJ Online v. 16.07.2010.

<sup>299</sup> Vgl. modelltheoretisch zu negativen Effekten gezielter Leerverkäufe (sog. *predatory short selling*) *Brunnermeier/Oehmke*, 14 Rev. Fin. 2153 ff. (2014).

<sup>300</sup> Vgl. kritisch zu den Auswirkungen regulatorischer Shortselling-Verbote auf Marktliquidität und Preisbildung aus globaler Perspektive *Beber/Pagano*, 68 J. Fin. 343, 355 ff. (2013); für den US-Markt *Boehmer/Jones/Zhang*, 26 Rev. Fin. Stud. 1363, 1373 ff. (2013).

<sup>301</sup> Vgl. BoE, Quarterly Bulletin 1/2013, S. 42 ff.; EZB, Monatsbericht 08/2007, S. 99 ff.; Linklaters, LBO Report 2012, S. 2 ff.; WEF, Private Equity Report 2010, S. 5 ff.

<sup>302</sup> Dies führt in Zyklen lockerer Kreditvergabe zu höheren Transaktionspreisen und damit einhergehend niedrigeren Anlagerenditen, vgl. *Axelsson/Jenkinson/Strömberg/Weisbach*, 68 J. Fin. 2223, 2233 ff. (2013).

<sup>303</sup> Vgl. *Kaplan/Strömberg*, 23 J. Econ. Persp. 121, 137 ff. (2009); WEF, Private Equity Report 2010, S. 7 ff.

<sup>304</sup> Vgl. Linklaters, LBO Report 2012, S. 6 ff.

<sup>305</sup> Vgl. EZB, Monatsbericht 08/2007, S. 106 ff.

<sup>306</sup> Diesen Regulierungsansatz verfolgen US-Aufsichtsbehörden durch die Verabschiedung gemeinsa-

Empirische Untersuchungen betrachten ferner mögliche gesamtwirtschaftlich nachteilige Effekte des auf kurzfristige Wertsteigerungen ausgerichteten Investitionsansatzes. Dieser kann mit einer leicht erhöhten Insolvenzquote Private Equity-finanzierter Unternehmen<sup>307</sup>, negativen Arbeitsplatzeffekten<sup>308</sup> und infolge geringerer Investitionstätigkeiten nachteiligen volkswirtschaftlichen Wachstumseffekten<sup>309</sup> verbunden sein. Art und Ausmaß derartiger makroökonomischer Effekte auf die Finanzmarktstabilität erscheinen jedoch unklar. Mögliche Transmissioneffekte von Private Equity-Strategien für die Begründung bzw. Erhöhung systemischer Finanzmarktrisiken erweisen sich demnach als nicht gesichert.<sup>310</sup>

#### d) Zwischenergebnis

Das Risikoprofil eines alternativen Investmentfonds wird maßgeblich durch die konkret verfolgte Anlagestrategie bestimmt. Dabei kann typisierend zwischen Hedgefonds und Private Equity-Fonds unterschieden werden. In beiden Anlageklassen haben sich ausdifferenzierte Mechanismen der Risikoquantifizierung und Risikosteuerung entwickelt, die sowohl dem Fondsmanager als auch Fremdkapitalgebern eine Kontrolle und Steuerung von Investmentrisiken ermöglichen. In Bezug auf die Quantifizierbarkeit und Steuerungsmethodik bestehen zwischen den Strategien jedoch signifikante Unterschiede, die in der Liquidität der Anlagegüter begründet liegen. Während der Marktzugang von Hedgefondsstrategien sowohl eine finanzmathematische Risikomodellierung als auch Absicherungsgeschäfte erlaubt, sind die Methoden in Private Equity-Strategien weitgehend auf die Überwachung von Schulden- und Ertragskennzahlen und die Einflussnahme des Fondsmanagers auf Portfoliobeteiligungen beschränkt.

---

mer Standards, vgl. OCC/Fed/FDIC, Leveraged Lending Guidelines 2013, S. 17 ff. Nach Maßgabe der Guidelines werden *leveraged lending*-Aktivitäten oberhalb eines Gesamtverschuldungsgrades in Höhe des 6-fachen EBITDA als grundsätzlich kritisch bewertet, OCC/Fed/FDIC, a.a.O., S. 27.

<sup>307</sup> Dabei fällt gleichwohl der Anteil im Verhältnis zu in vergleichbarem Umfang fremdfinanzierten Unternehmen der Vergleichsgruppe geringer aus, vgl. *Hotchkiss/Smith/Strömberg*, Working Paper 2014, S. 14, die auf dem US-LBO-Markt (1997–2010) für PE-finanzierte Unternehmen eine höhere Insolvenzquote identifizieren (4,9 % gegenüber 3,6 %). Andere Erhebungen weisen hingegen eine bessere finanzielle Entwicklung PE-finanzierter Unternehmen in Zeiten wirtschaftlicher Rezession nach, vgl. *Wilson/Wright/Siegel/Scholes*, 18 J. Corp. Fin. 193, 197 ff. (2012) zum UK-LBO-Markt (1995–2010).

<sup>308</sup> Vgl. zu Beschäftigungs- und Produktivitätseffekten des US-Buyout-Marktes *Davis/Haltiwanger/Handley/Jarmin/Lerner/Miranda*, NBER Working Paper 2013, S. 36 ff.

<sup>309</sup> BoE, Quarterly Bulletin 1/2013, S. 42.

<sup>310</sup> So explizit EZB, Monatsbericht 08/2007, S. 103 f.; vgl. auch BoE, Quarterly Bulletin 1/2013, S. 44.

Die hierdurch erfassten Risiken betreffen zunächst allein die beteiligten Eigen- und Fremdkapitalgeber, d.h. sie berühren regelmäßig die Interessen der Anleger und der finanzierenden Banken. Darüber hinaus sind mittels der Transmissionsmechanismen des Marktkanals und des Gegenparteikanals zwar grundsätzlich auch Verursachungsbeiträge alternativer Investmentfonds für die Begründung oder Verstärkung systemischer Risiken denkbar. Anders als für Hedgefonds sind für Private Equity-Fonds diesbezügliche belastbare Anhaltspunkte aber bislang nicht ersichtlich. Diese Einordnung reflektieren auch aktuelle Bestrebungen zur regulatorischen Erfassung systemischer Risiken.

## 2. Kapitalanlagestrukturen im Licht der Prinzipal-Agent-Theorie

### a) Agenturkonflikte in alternativen Investmentfonds

Ausgehend von der Prämisse, dass staatliche Eingriffe in privatautonome Vereinbarungen eines rechtfertigenden Marktversagens bedürfen, ist zu untersuchen, ob ein solches in den Vergütungsstrukturen alternativer Investmentfonds angelegt ist. Das methodische Fundament für die mikroökonomische Untersuchung dieser Frage bietet als zentraler Ansatz der Neuen Institutionenökonomik<sup>311</sup> die Prinzipal-Agent-Theorie (*agency theory*, nachfolgend: PA-Theorie)<sup>312</sup>. Sie ermöglicht als ökonomische Vertragstheorie<sup>313</sup> eine mathematisch-formale Analyse von Kontrahierungssituationen. Für die Untersuchung sog. Institutionen (Regeln)<sup>314</sup> legt sie modellhaft einen uninformierten Prinzipal und einen Agenten, der über private Informationen verfügt, zugrunde und rückt damit die Informationsverteilung zwischen den Parteien in den Mittelpunkt. Insbesondere in Auftragsbeziehungen läuft der Prinzipal Gefahr, dass sein spezialisierter Vertragspartner

---

<sup>311</sup> Neoinstitutionalistische Ansätze untersuchen die Rahmenbedingungen menschlicher Entscheidungen. Auch die Neue Institutionenökonomik unterstellt individuellen Akteuren, nutzenmaximierende rationale Entscheidungen zu treffen (sog. methodologischer Individualismus). Im Gegensatz zum Rational-Choice-Modell berücksichtigt sie aber die Existenz von Transaktionskosten, denen auch Kosten der Informationsbeschaffung zuzurechnen sind, sodass Entscheidungen meist nicht auf Grundlage vollständiger bzw. vollkommener Informationen getroffen werden, vgl. *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 13 ff.; *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen, S. 282 ff.

<sup>312</sup> Vgl. zum Begriff *Ross*, 63 Am. Econ. Rev. 134 (1973); *Holmström*, 10 Bell J. Econ. 74 ff. (1979).

<sup>313</sup> Neben der PA-Theorie umfassen neoinstitutionalistische Vertragstheorien ferner die Theorie impliziter (sich selbst durchsetzender) Verträge sowie die Theorie relationaler (unvollständiger) Verträge, die informelle, nicht rechtsverbindliche Verhaltensnormen und vertrauensbasierte Durchsetzungsmechanismen in den Blick nehmen, vgl. *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 181 ff. und S. 266 ff.; siehe zu Reputation als informellem Mechanismus sogleich sub b) bb).

<sup>314</sup> Der Begriff der Institution umschreibt „ein System miteinander verknüpfter, formgebundener (formaler) und formungebunder (informeller) Regeln (Normen) einschließlich der Vorkehrungen zu deren Durchsetzung“, vgl. *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 7.

Informationsvorteile durch opportunistisches Verhalten zur eigenen Nutzenmaximierung verwendet.<sup>315</sup> Exemplarisch treten diese Informationsasymmetrien in Organisationen (z.B. Unternehmen)<sup>316</sup> zutage.

Methodisch wird zwischen Informationsasymmetrien vor Vertragsschluss (Modelltyp adverse Selektion)<sup>317</sup> und solchen nach Vertragsschluss (Modelltyp moralisches Risiko)<sup>318</sup> unterschieden. Folge des Agenturproblems sind im letzteren Fall sog. Agenturkosten (*agency costs*) des Prinzipals, die neben Überwachungs- und Kontrollkosten auch sog. Residualverluste erfassen.<sup>319</sup> Die Ansätze der PA-Theorie ermöglichen eine modellhafte Analyse unterschiedlicher formaler und informeller Mechanismen zur Verringerung der Agenturkosten, die als sog. Governance-System verstanden werden.<sup>320</sup>

Im Lichte der PA-Theorie sind in Finanzmarktbeziehungen<sup>321</sup> und insbesondere in den Vertragsstrukturen alternativer Investmentfonds vielfältige Agenturkonflikte erkennbar: Die Anleger delegieren als Kapitalgeber (Prinzipale) die Aufgabe der Kapitalallokation

---

<sup>315</sup> Effizienzminderndes sog. opportunistisches Verhalten (*moral hazard*) des Agenten ist möglich, da dieser über dem Prinzipal verborgene entscheidungsrelevante Informationen (*hidden information*) bzw. Handlungsalternativen (*hidden action*) verfügt, vgl. Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik, S. 215 ff.; Kräkel, Organisation, S. 19 ff.; Fritsch/Wein/Ewers, Marktversagen, S. 294 ff.

<sup>316</sup> Grundlegend zu dem aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultierende Spannungsverhältnis *Berle/Means*, Modern Corporation, S. 112 ff.; *Williamson*, 53 Am. Econ. Rev. 1032, 1035 f. (1963); *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305 ff. (1976); *Fama*, 88 J. Pol. Econ. 288 ff. (1980).

<sup>317</sup> Das Problem adverser Auslese bzw. Selektion (*adverse selection*) tritt etwa bei Unkenntnis des Prinzipals von der Qualität eines zu erwerbenden Gutes auf (*hidden characteristics*), vgl. grundlegend *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488 ff. (1970); *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 239 ff.; zur Qualitätsunsicherheit des Kunden bei Finanzgeschäften *Lerch*, Anlageberater, S. 322 ff.

<sup>318</sup> Vgl. zu Agenturkonflikten vom Typ moralisches Risiko (*moral hazard*) grundlegend *Holmström*, 10 Bell J. Econ. 74 ff. (1979); *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 224 ff.

<sup>319</sup> Da künftige Zustände *ex ante* nur begrenzt vorhersehbar sind, können Parteien nur unvollständige Verträge schließen. Dies ermöglicht dem Agenten, *ex post* auftretende Quasi-Renten durch Opportunismus zum Nachteil des Prinzipals zu vereinnahmen. Der sog. Residualverlust bezeichnet die Differenz zwischen einem hypothetischen Gewinn des Prinzipals bei theoretisch optimalem Verhalten des Agenten (sog. erste beste Lösung) und dem tatsächlichen Gewinn (sog. zweite beste Lösung), vgl. *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976); zur unvollkommenen Voraussicht der Parteien *Tirole*, 67 Econometrica 741, 743 f. (1999); *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 176 ff.; zum ökonomischen Begriff der Quasi-Rente *Neus*, Betriebswirtschaftslehre, S. 246 ff.

<sup>320</sup> Vgl. zu dem seit den 1980er Jahren verwendeten Begriff der „Corporate Governance“ *Zingales*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), Economics, S. 249 f.; eingehend *Shleifer/Vishny*, 52 J. Fin. 737 ff. (1997); *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 179.

<sup>321</sup> Vgl. zur institutionenökonomischen Analyse von Finanzierungsverträgen *Mishkin/Matthews/Giuliodori*, Economics, S. 149 ff.; zur Funktion von Banken *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 85 ff. und S. 316 ff.; zum Kreditgeschäft *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking, S. 127 ff.; zu Finanzintermediären *Diamond*, 51 Rev. Econ. Stud. 393 ff. (1984); zu PA-Konflikten vom Typ adverse Selektion in Finanzierungssituationen *Myers/Majluf*, 13 J. Fin. Econ. 187 ff. (1984); überblicksartig *Bhattacharya/Boot/Thakor*, 30 J. Mon. Cred. Bank. 745, 747 ff. (1998).

durch Suche und Erwerb geeigneter Anlagegüter an einen spezialisierten Intermediär in Gestalt des Kapitalverwalters (Agent).<sup>322</sup> Aus Sicht der PA-Theorie handelt es sich bei Investmentfonds um den Organisationstypus des „klassischen Unternehmens“, den im Gegensatz zu Publikumsgesellschaften ein begrenzter Eigentümerkreis charakterisiert.<sup>323</sup> Entgegen geeigneter historischer Referenzen<sup>324</sup> beseitigt allein die Organisationsform alternativer Investmentfonds – als Personengesellschaft mit wenigen professionellen Anteilseignern – nicht bereits delegationsinhärente Agenturprobleme.

Zunächst bestehen sowohl vor als auch nach Vertragsschluss Informationsasymmetrien zwischen Anleger und Manager.<sup>325</sup> Darüber hinaus weisen Kapitalanlagestrukturen vielfältige weitere Delegationsprobleme auf: So befindet sich das Management von Portfoliobeteiligungen in der Rolle des Agenten gegenüber Fondsmanagern in ihrer Funktion als Prinzipale.<sup>326</sup> Auch innerhalb der Verwaltungsgesellschaft können Agenturkonflikte zutage treten.<sup>327</sup> Ferner können unter Anlegern Prinzipal-Prinzipal-Konflikte entstehen, die mit sog. Trittbrettfahrerproblemen verbunden sind.<sup>328</sup> Überaus bedeutsame Agenturkonflikte bestehen schließlich auch innerhalb der Beteiligungsstruktur

---

<sup>322</sup> Vgl. *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 59 ff.; für Hedgefonds *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 836 ff. (1999); für PE-Fonds *Morris/Phalippou*, 12 J. Corp. L. Stud. 59 ff. (2012); für VC-Fonds *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 493 ff. (1990); für Immobilienfonds *Trübestein*, *Real Estate*, S. 94 ff.; für Wertpapierfonds *Chevalier/Ellison*, 105 J. Pol. Econ. 1167 ff. (1997); so wohl auch FSB, *Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017*, S. 5 und S. 34 ff. („agency model“).

<sup>323</sup> Vgl. zum Modellbild des „klassischen Unternehmens“ *Fama/Jensen*, 26 J. L. & Econ. 301, 307 (1983); *Alchian/Demsetz*, 72 *Am. Econ. Rev.* 777 ff. (1972); *Aghion/Bolton*, 59 *Rev. Econ. Stud.* 473 ff. (1992).

<sup>324</sup> So merkte schon *Adam Smith* als Vorteil partnerschaftlicher Organisationsstrukturen gegenüber Publikumsgesellschaften an: „*The directors of such companies [Anm.: joint stock companies], however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.*“, *Smith*, *Wealth of Nations*, S. 506.

<sup>325</sup> Siehe dazu sogleich sub b); kritisch auch *Morris*, *Private Equity CSFI Report 2010*, S. 31 ff.

<sup>326</sup> Vgl. allgemein zu dem Konflikt zwischen Unternehmensleitung (*corporate managers*) und Kapitalverwaltern (*money managers*) *Zingales*, 47 *J. Acc. Res.* 391, 415 ff. (2009); zu Agenturkonflikten in Private Equity-Fonds *Cendrowski/Wadecki*, in: *Cendrowski/Martin/Petro/Wadecki* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 117 ff.; *Leslie/Oyer*, *Working Paper 2009*, S. 1 ff.; zu Venture Capital-Fonds *Gompers/Lerner*, 15 *J. Econ. Persp.* 145, 154 ff. (2001); *Kaplan/Strömberg*, 70 *Rev. Econ. Stud.* 281, 286 ff. (2003).

<sup>327</sup> So können auch zwischen Hierarchiestufen PA-Probleme im Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Verhältnis auftreten, vgl. *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 64.

<sup>328</sup> Unter Trittbrettfahrerproblemen (*free riding*) wird innerhalb einer Gruppe das Zurückhalten der Leistung eines Akteurs zu Lasten der übrigen verstanden, vgl. *Alchian/Demsetz*, 72 *Am. Econ. Rev.* 777 ff. (1972); zur Unternehmensorganisation *Grossman/Hart*, 11 *Bell J. Econ.* 42, 44 ff. (1980) und *Shleifer/Vishny*, 52 *J. Fin.* 737, 741 und 754 (1997); *Kräkel*, *Organisation*, S. 48 ff. und S. 218 ff.

institutioneller Anleger, denn bei diesen handelt es sich regelmäßig um Kapitalsammelstellen, deren fiduziarisch gebundene Verwalter selbst als Agenten Mittel für letztbünstigste Dritte anlegen.<sup>329</sup>

## b) Mechanismen zur Verringerung von Informationsasymmetrien in AIF

### aa) Anlageprüfung und Reputationsanreize vor Vertragsschluss

Agenturkonflikte zwischen Fondsmanager und Anleger vor Vertragsschluss – der Anteilszeichnung bzw. dem Fondsbeitritt – erscheinen verhältnismäßig gering. Zwar ist die Kontrahierung regelmäßig mit hohen Informationskosten verbunden, sodass grundsätzlich PA-Probleme vom Typ adverse Selektion in Rede stehen. Gleichwohl werden Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien durch formale und informelle Mechanismen weitgehend minimiert. Zunächst nehmen institutionelle Anleger vor Beteiligungserwerb entweder selbst eine Anlagesorgfaltsprüfung (Due Diligence)<sup>330</sup> vor, delegieren diese Aufgabe an spezialisierte Intermediäre<sup>331</sup> oder profitieren von vorausgegangen Prüfungen bereits beigetretener Anleger (sog. Ankerinvestoren)<sup>332</sup>. Auch Qualitätsunkenntnis aufseiten des Fondsmanagers über Eigenschaften potentieller Anleger wird durch kautelarische Restriktionen weitgehend unterbunden.<sup>333</sup>

Um einen bedeutsamen informellen Mechanismus zum Ausgleich von Informationsasymmetrien handelt es sich zudem bei dem Aufbau von Reputation durch den Fondsmanager.<sup>334</sup> Als nicht-vertragliches, sich selbst durchsetzendes Instrument dient Reputation sowohl der Signalisierung von Informationen (*signaling*) vor als auch der Be-

---

<sup>329</sup> Dies betrifft etwa Versicherungen oder Pensionsfonds, vgl. *Morris*, Working Paper 2015, S. 3 ff.; siehe kursorisch zum Versicherungsaufsichtsrecht als regulatorisches Korrektiv Kapitel 3 sub I. 3. c).

<sup>330</sup> Institutionelle Anleger verfügen neben einer formalisierten Anlagestrategie (sog. Anlagepolitik) meist über umfangreiche interne Prozessvorgaben für Anlageentscheidungen. Vgl. zur Anlagesorgfaltsprüfung (*investment due diligence*), die neben dem Risiko-Rendite-Profil der Anlagestrategie auch operative Struktur und fachliche Qualifikation des Fondsmanagers (*manager due diligence*) berücksichtigt, *Afyonoğlu*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 53 ff.; eingehend *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, passim; *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 573 ff.; *Brown/Fraser/Liang*, 6 J. Inv. Man. 23 ff. (2008); *Muhtaseb/Yang*, 15 J. Fin. Crime 179, 199 ff. (2008); *Brown/Goetzmann/Liang/Schwarz*, 103 J. Fin. Econ. 221 ff. (2012).

<sup>331</sup> Siehe zu Investmentberatern und Platzierungsagenten bereits Kapitel 1 sub II. 1. b).

<sup>332</sup> Siehe zu Implikationen für das Prinzip der Anlegergleichbehandlung Kapitel 3 sub III. 1. d) a).

<sup>333</sup> Zwar kennt der Fondsmanager Anlagehorizont und -verhalten künftiger Anleger nicht, jedoch kann er damit verbundene Liquiditätsrisiken durch Rückgabebedingungen (z.B. Kapitalbindungsfristen) als sog. Screening-Instrumente steuern, vgl. *Lerner/Schoar*, 72 J. Fin. Econ. 3, 28 ff. (2004).

<sup>334</sup> Ihr Korrelat ist die Erbringung von Vertrauen durch die Anleger, vgl. zu dessen ökonomischer Dimension *Rippberger*, *Ökonomik des Vertrauens*, S. 45 und passim.

grenzung opportunistischen Verhaltens nach Vertragsschluss.<sup>335</sup> Ökonomisch maximiert der Reputationsaufbau langfristig den Nutzen des Agenten, da er durch den Verzicht auf opportunistisches Verhalten eine Reputationsprämie bzw. -rente erzielt.<sup>336</sup> Diese steht in engem Zusammenhang mit Vergütungsanreizen, da Reputationseffekte die Kapitaleinwerbung mit der Dauer der Marktzugehörigkeit eines Managers begünstigen und Anlagestrategien eine hohe Skalierbarkeit aufweisen.<sup>337</sup> In praxi wird die Reputation eines Fondsmanagers über dessen finanziellen Leistungsausweis (sog. Track Record) vermittelt, der als Aggregation vergangener Wertentwicklungen und Erfahrungen zu verstehen ist.<sup>338</sup> Hinsichtlich der Effektivität dieses Mechanismus ist indes zwischen Anlageklassen zu differenzieren: Während positive Reputationseffekte des Managers zwar für die Renditeentwicklung von Private Equity-Fonds<sup>339</sup> identifiziert werden, scheint es sich in Hedgefonds<sup>340</sup> umgekehrt darzustellen. Ursachen dieser Unterschiede können in der Vertriebssituation begründet liegen.<sup>341</sup> Es bestehen hierbei enge Wechselwirkungen mit Vergütungsanreizen, da Fondsmanager mit kurzer Marktzugehörigkeit eine höhere Reputations sensitivität aufweisen und Vergütungseffekte in den Hintergrund treten können.<sup>342</sup>

---

<sup>335</sup> Vgl. Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik, S. 205 ff. und S. 279 ff.

<sup>336</sup> Dies beruht auf der Prämisse, dass für den nutzenmaximierenden (nicht von Natur aus ehrlichen) Agenten der Gegenwartswert der zukünftigen Gewinne bei ehrlichem Verhalten größer ist als bei einer Verletzung des Vertrauens, vgl. Telser, 53 J. Bus. 27, 43 f. (1980); nach Shapiro, 97 Q. J. Econ. 659, 666 (1983) sog. Bedingung des Nicht-Ausschlachtens (*no-milking condition*); Richter/Furubotn, Neue Institutionenökonomik, S. 276 ff.; zu Anreizen durch drohende Reputationsverluste Rippberger, Ökonomik des Vertrauens, S. 192 ff.

<sup>337</sup> Eine reputationsbedingte Erhöhung des Fondsvolumens vergrößert zunächst die Bemessungsgrundlage von Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen und kann dem Manager zudem die Vereinbarung vorteilhafterer Vergütungskonditionen ermöglichen.

<sup>338</sup> Der Track Record kann durch absolute oder relative Ertragskennzahlen in Bezug auf die zuvor verwalteten Mittel ausgedrückt werden, vgl. Kaplan/Schoar, 60 J. Fin. 1791, 1813 ff. (2005).

<sup>339</sup> Ein reputationsinduziert erhöhtes Risikoverhalten jüngerer Private Equity-Fondsmanager identifizieren Ljungqvist/Richardson/Wolfenzon, ECGI Working Paper 2007, S. 23 ff.

<sup>340</sup> Statistisch erzielen „junge“ Hedgefonds höhere Renditen, vgl. Aggarwal/Jorion, 96 J. Fin. Econ. 238 ff. (2008); Boyson, 64 Fin. An. J. 27 ff. (2008); zu Hedgefonds-Wagniskapitalgebern Lack, Mirage, S. 35 ff.

<sup>341</sup> Anders als offene Fondsstrukturen, die Anteilsaus- und -rückgaben jederzeit erlauben, weisen geschlossene Fonds eine strukturimmanente Laufzeitbegrenzung auf, die den Fondsmanager zur periodischen Substitution der Geschäftsgrundlage zwingt. Vgl. zu vertriebsbezogenen Reputationseffekten in PE-Fonds Lerner/Schoar, 72 J. Fin. Econ. 3, 9 (2004); Gottschalg/Kreuter/Phalippou, AR 2007, 48, 51; in VC-Fonds Gompers/Lerner, 51 J. Fin. Econ. 3, 4 ff. (1999).

<sup>342</sup> Vgl. Gompers/Lerner, 51 J. Fin. Econ. 3, 8 ff. (1999) zu Gesellschaftsverträgen von VC-Fonds.

## bb) Überwachungs- und Kontrollmechanismen nach Vertragsschluss

Ein anderes Bild bietet hingegen die Situation zwischen Fondsmanager und Anleger nach Vertragsschluss, in der aufgrund von Spezialisierungsvorteilen hohe Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren bestehen und opportunistisches Verhalten des Agenten droht. Diese *ex post* auftretenden Opportunismusgefahren können sich in einem unzureichenden Anstrengungs- bzw. Sorgfaltsniveau, persönlichen Bereicherungshandlungen und vor allem in Risikogeschäften im (überwiegenden) Interesse des Fondsmanagers äußern. In dem PA-Konflikt vom Typ moralisches Risiko sind daher Agenturkosten senkende Überwachungs- und Kontrollinstrumente nötig, die als sog. Governance-Struktur verstanden werden.<sup>343</sup> Tragfähige risikomoderierende Mechanismen einer solchen Governance-Struktur bieten in alternativen Investmentfonds zum einen Berichtspflichten des Managers und zum anderen mit Anlegern besetzte Aufsichtsgremien.

Periodische oder anlassbezogene Berichtspflichten verfolgen das Ziel, Informationsasymmetrien und damit die Voraussetzung für opportunistisches Verhalten zu verringern. Diese Funktion erfüllen in Publikumsunternehmen das externe Rechnungswesen und Transparenzanforderungen<sup>344</sup>, die auf staatlichen Rechnungslegungs- und Meldevorschriften beruhen.<sup>345</sup> In der Marktpraxis alternativer Investmentfonds haben sich darüber hinaus privatautonom gesetzte Standards für die periodische Finanzberichterstattung (*reporting*)<sup>346</sup> etabliert.<sup>347</sup> Anhand der anwendbaren Bewertungsmethodik

---

<sup>343</sup> Vgl. ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 7 ff.; ICGN, Model Contract Terms, S. 8 ff.; Schäfer, Fund Governance, S. 77 f. und passim; Engert, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Ökonomische Analyse, S. 214. Die Effektivität dieser Governance-Struktur ist daran zu messen, wie sie die Risikohöhe beeinflusst und Risiken der Vertragspartei mit der höheren Risikotoleranz zuweist, vgl. Fama/Jensen, 26 J. L. & Econ. 301 ff. (1983); dies., 26 J. L. & Econ. 327 ff. (1983); Zingales, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), S. 253; Kräkel, Organisation, S. 24.

<sup>344</sup> Informationspflichten des Agenten bestehen meist gegenüber verschiedenen Adressaten: Als Oberbegriff umfassen „Transparenzanforderungen“ (vgl. Kapitel IV (Art. 22–24) AIFM-RL) die Berichterstattung gegenüber Anlegern, Melde- und Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden sowie die Publizität bzw. Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit. Vgl. zum „schillernden Begriff der Transparenz“ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 11 ff.; siehe zu regulatorischen vergütungsbezogenen Berichtspflichten Kapitel 3 sub III. 3. c).

<sup>345</sup> Vgl. zur agenturtheoretischen Funktion staatlicher Rechnungslegungsvorschriften Neus, Betriebswirtschaftslehre, S. 395 f.; Merkt, Unternehmenspublizität, S. 249 ff.; Feldhoff, WPg 1994, 529 ff.

<sup>346</sup> Im angloamerikanischen Rechtskreis wird die Finanzberichterstattung als *financial reporting*, die Offenlegung von Informationen im Übrigen hingegen als *disclosure* bezeichnet, vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 7 Fn. 41.

<sup>347</sup> Vgl. Brown/Goetzmann/Liang/Schwarz, 103 J. Fin. Econ. 221 ff. (2012); so etwa HFSB, Hedge

kann zwischen liquiden und illiquiden Anlagestrategien, d.h. vergrößernd zwischen Hedgefonds und PE-Fonds unterschieden werden.<sup>348</sup> Nach Maßgabe dieser Standards werden zwar buchhalterische Ertragskennziffern (v.a. Nettoinventarwert, Rendite) berichtet; eine risikoadjustierte Ertragsmessung, die als Grundlage für die Bemessung risikogewichteter Erfolgsvergütungen dienen kann, ist *in praxi* jedoch noch nicht verbreitet zu beobachten.<sup>349</sup> Ferner bestehen praktische Hindernisse für einen umfassenden Ausgleich von Informationsasymmetrien durch Berichtspflichten, da etwa Portfoliodaten in Hedgefonds nur eingeschränkt übermittelt bzw. verarbeitet werden können<sup>350</sup> und eine Beurteilung der Ertragsentwicklung eines alternativen Investmentfonds im globalen Marktvergleich praktischen Hürden begegnet.<sup>351</sup>

Komplementär zu diesen Informationspflichten werden vornehmlich in geschlossenen Fondsstrukturen Aufsichtsgremien eingerichtet, die neben einer Überwachung des Agenten *ex post* auch eine Entscheidungskontrolle *ex ante* ermöglichen.<sup>352</sup> In Ermangelung gesetzlicher Vorgaben<sup>353</sup> haben mit vertraglichen Kontrollkompetenzen ausgestattete Aufsichtskomitees der Anleger (*limited partner advisory committee*, LPAC)<sup>354</sup> Ver-

---

Fund Standards 2015, S. 18 f.; Global Investment Performance Standards des CFA Institute, GIPS Standards 2010, S. 1 ff.; dazu *Vincent*, in: Smith/Shawky (Hrsg.), *Institutional Money Management*, S. 55 ff.

<sup>348</sup> Vgl. zu Berichterstattungsstandards (*reporting guidelines*) in Hedgefonds *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 403 ff.; *Goltz/Schröder*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 174 ff.; zu Private Equity-Fonds *Payne*, *EBOR* 12 (2011) 559, 575; kritisch zu Detailgrad und Aussagekraft dieser Branchenstandards *Naik*, *ECON Report* 2007, S. 7 f.

<sup>349</sup> Dies fordern jedoch vereinzelte Standards, siehe etwa zu Risiken in der Berichterstattung die Vorgaben in HFSB, *Hedge Fund Standards* 2015, S. 19 (Ziff. 16.2).

<sup>350</sup> Eine vollständige, nicht zeitverzögerte Offenlegung des Portfolios (*position-level transparency*) birgt das Risiko renditeschmälernder Nachahmungseffekte sowie etwaiger opportunistischer Angriffe (*cornering*) anderer Marktteilnehmer, vgl. *Aragon/Hertzel/Shi*, 48 *J. Fin. & Quant. An.* 1499 ff. (2013); *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 60. Ferner stoßen Ansätze mit hoher Transaktionsfrequenz (sog. Hochfrequenzhandel) an technische und kognitive Grenzen der Informationsverarbeitung.

<sup>351</sup> Zunächst ist die Berichterstattung global nur eingeschränkt vergleichbar, da je nach Fondsjurisdiktion andere Rechnungslegungs- und Bewertungsvorschriften Anwendung finden. Zudem wird die Qualität kommerzieller Datenbanken kritisiert, vgl. für Private Equity-Fonds *Phalippou/Gottschalg*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 1747, 1750 ff. (2009); für Hedgefonds *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 *J. Fin.* 2221, 2224 ff. (2009).

<sup>352</sup> Vgl. *Kräkel*, *Organisation*, S. 287 ff.

<sup>353</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung eines Fonds-Beirats Kapitel 3 sub I. 2. c) cc).

<sup>354</sup> Vgl. ILPA, *PE Principles* 2.0 (2011), S. 7 ff. und S. 13 ff.; IOSCO, *PE COI Report* 2010, S. 11; EVCA, *Handbook* 2012, S. 30; *Demaria*, *Private Equity*, S. 76. Diese meist unvergütete Einbeziehung der Anleger über ein LPAC ist abzugrenzen von der vergüteten Beratungstätigkeit durch Fachbeiräte (*industry advisory board*), deren Mitglieder oft über besondere Branchen- oder Marktexpertise verfügen. Terminologisch sind diese beiden Gremien von sog. Anlageausschüssen oder Invest-

breitung gefunden. Diese Aufsichtsgremien sind meist mit Vertretern der größten Fondsanleger besetzt, denen eine besondere Überwachungs- und Kontrollexpertise zugestanden wird. Die Befugnisse eines LPAC können Zustimmungserfordernisse zu Anlageentscheidungen oder Interessenkonflikten und Einsichtsrechte in operative Geschäftsvorgänge umfassen.<sup>355</sup> Einer engen Kontrolldichte und hohen Kompetenzfülle eines LPAC sind jedoch faktische und rechtliche Grenzen gesetzt, die aus technischen Aspekten der Anlagestrategien und gesellschaftsrechtlichen Vorgaben in LP-Strukturen<sup>356</sup> resultieren.

Der Effektivität von Informationsrechten und Kontrollkompetenzen sind daher aufgrund der skizzierten Datenverarbeitungs- und Handlungsrestriktionen Grenzen gesetzt. Hinzu tritt in geschlossenen Fondsstrukturen, dass die Möglichkeit einer Anteilsrückgabe als Disziplinierungsinstrument nicht zur Verfügung steht. Sowohl Berichtspflichten des Fondsmanagers als auch Aufsichtskomitees sind demnach nur eingeschränkt geeignet, Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren abzubauen und Agenturkonflikte zu minimieren. Aufgrund der Kosten und der weiteren delegationsinhärenten Agenturkonflikte bietet auch die Einbeziehung spezialisierter Intermediäre (z.B. Dachfonds oder Berater) keine uneingeschränkt vorteilhafte Lösung. Es sind daher weitergehende Mechanismen erforderlich, um opportunistisches Verhalten des Fondsmanagers nach Vertragsschluss zu unterbinden.

---

mentkomitees (*investment committees*) zu unterscheiden, denen innerhalb der Organisationsstruktur institutioneller Anleger die Kompetenz über Anlageentscheidungen zugewiesen ist.

<sup>355</sup> Ein LPAC kann als Aufsichtskomitee etwa wesentliche Anlagegeschäfte, Transaktionen des Fondsmanagers mit verbundenen Gesellschaften, Änderungen der Fondslaufzeit oder des Anlagefokus und die laufende Buchhaltung überwachen, vgl. ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 13 ff. Ferner sollte es als *ultima ratio* der Konfliktlösung die Kompetenz innehaben, unter Wahrung eines qualifizierten Anlegerquorums die Abberufung des Fondsmanagers und die Bestellung einer neuen Verwaltungsgesellschaft beschließen zu können, vgl. ILPA, a.a.O., S. 8; *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 496 (1990).

<sup>356</sup> In LP-Strukturen kann die Übernahme operativer Entscheidungsbefugnisse für die *limited partner* das Risiko eines Verlusts der Haftungsbeschränkung bergen, vgl. *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3 f. (1999); *Demaria*, Private Equity, S. 84.

## II. Vergütungsanreize und Risiken in alternativen Investmentfonds

### 1. Erfolgsvergütung als Mechanismus der Interessenparallelisierung

Anstatt auftretende Informationsasymmetrien zu verringern, zielen Anreizschemata<sup>357</sup> in Gestalt ergebnisabhängiger Entlohnungsverträge<sup>358</sup> darauf ab, zwischen Prinzipal und Agent einen Interessengleichlauf<sup>359</sup> herzustellen und Agenturkosten zu minimieren. Ausgangspunkt dieses gleichsam funktional vorgeschalteten Mechanismus ist die ökonomische Prämisse, dass beide rational handelnde Akteure innerhalb bestehender Restriktionen ihre individuelle Nutzenfunktion – d.h. den Gewinn aus ihrer Tätigkeit – maximieren.<sup>360</sup> Das Anstrengungsniveau des Agenten ist nach Vertragsschluss für den Prinzipal nicht beobachtbar und damit im Gegensatz zum erzielten Ergebnis nicht kontrahierbar.<sup>361</sup> Da das Ergebnis eines variablen Entlohnungsvertrags in der Wirtschaftsrealität naturgemäß unsicher ist, erfolgt ein Risikotransfer vom risikoneutralen Prinzipal zum (prinzipiell) risikoaversen Agenten, für den letzterer nach Maßgabe seiner Risikopräferenzen und der Varianz des Ergebnisses eine Risikoprämie erhält.<sup>362</sup> Bei der mo-

---

<sup>357</sup> Vgl. zu Anreizschemata kursorisch *Pfaff*, in: Köhler/Küpper/Pfingsten (Hrsg.), Handwörterbuch Betriebswirtschaft, S. 30 ff.; zu Erscheinungsformen *Baker/Jensen/Murphy*, 43 J. Fin. 593 f. (1988).

<sup>358</sup> Die Terminologie ist vielfältig: Ergebnisabhängige Entlohnungsvereinbarungen werden auch als Leistungsgehalt (*pay for performance*) oder als gewinnbasierte (*profit-based*), anreizbasierte (*incentive*) bzw. bedingte (*contingent*) Vergütung (*compensation* bzw. *remuneration*) bezeichnet, vgl. *Bröckle/Smith/Zimmerman*, Managerial Economics, S. 412 ff.; *Milgros/Roberts*, Organization and Management, S. 388 ff.; *Baker/Jensen/Murphy*, 43 J. Fin. 593, 596 ff. (1988).

<sup>359</sup> Besteht kein Interessengleichlauf (*alignment of interests*), sodass in einer Agentursituation die Interessen von Prinzipal und Agent konfliktieren, ist dies gleichwohl nicht (immer) mit einem Interessenkonflikt (*conflict of interest*) gleichzusetzen. Letzterer umschreibt Beeinträchtigungen der Unabhängigkeit eines zur Fremdinteressenwahrung verpflichteten Intermediärs durch widerstreitende Interessen mehrerer paralleler Auftragsverhältnisse, vgl. *Norman/MacDonald*, in: Brenkert/Beauchamp (Hrsg.), Business Ethics, S. 446 f.; zur Unschärfe des Begriffs *Kumpan*, Interessenkonflikt, S. 11 ff.

<sup>360</sup> Vgl. für eine formale Darstellung *Kräkel*, Organisation, S. 24 ff.; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 225 ff.; *Weller/Ebert*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 33 ff. Kritik wird an finanziellen Anreizschemata aus motivationspsychologischer Perspektive geübt, da sie die intrinsische Motivation eines Akteurs reduzierten und immaterielle Anreize ungenügend beachtet würden, vgl. *Baker/Jensen/Murphy*, 43 J. Fin. 593, 596 f. (1988) m.w.N.; *Pfaff*, in: Köhler/Küpper/Pfingsten (Hrsg.), Handwörterbuch Betriebswirtschaft, S. 31. Derartige Überlegungen werden von der Verhaltensökonomik (*behavioral economics*) aufgegriffen, treten in alternativen Investmentfonds aufgrund der hauptsächlich monetären Motivation der Akteure jedoch in den Hintergrund.

<sup>361</sup> Jeder Arbeitseinsatz des Agenten impliziert subjektive Kosten in Gestalt von Arbeitsleid und wirkt sich daher nutzenmindernd aus, vgl. *Kräkel*, Organisation, S. 25; *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 226 ff.; *Weller/Ebert*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 36.

<sup>362</sup> Die Akteure besitzen unterschiedliche Risikopräferenzen: Prinzipale werden als risikoneutral charakterisiert, da sie über ein diversifiziertes Portfolio verfügen und ihre Investitionen das Privileg der

dellhaft bestimmbar optimalen Anreizintensität – dem Verhältnis zwischen fixen und variablen Lohnanteilen – besteht daher ein Spannungsverhältnis zwischen Anreizkompatibilität und effizienter Risikoteilung zwischen den Akteuren.<sup>363</sup> Eine effiziente erfolgsabhängige Anreizstruktur muss auch der Gefahr kurzfristigen Handelns des Agenten begegnen, indem sowohl die Bemessungsgrundlage der variablen Entlohnung als auch die Entlohnungsfunktion zu der vom Prinzipal verfolgten Zielgröße kongruent sind.<sup>364</sup>

Im Zentrum der folgenden Betrachtung steht – anknüpfend an die regulatorischen Begründungsmuster der AIFM-RL – die Frage, ob die untersuchten Vergütungsanreize kurzfristiges Handeln, d.h. eine exzessive Risikonahme des Fondsmanagers begünstigen. Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive handelt es sich bei Erfolgsvergütungen in alternativen Investmentfonds um optionsartige Vergütungssysteme.<sup>365</sup> Zu untersuchen sind dabei vor allem besondere Anreizkomponenten des Optionsvertrags, die, wie das Erfordernis einer Mindestverzinsung, Erlösverteilungsmodi oder eine Eigenbeteiligung, auf einen Interessengleichlauf zwischen den Parteien abzielen. Dies evoziert zugleich aber die Frage nach dem eigentlichen Bezugspunkt von Leistungs- bzw. Erfolgsvergütungen, d.h. ob diese in AIF tatsächliches Talent oder bloßen Zufall entlohnen. Im Kern berührt dies die ökonomische Funktion und Rechtfertigung von Finanzintermediären,

---

Haftungsbegrenzung genießen; eine Diversifikation des Humankapitals ist Agenten hingegen grundsätzlich nicht möglich, vgl. *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 231 f.; *Weller/Ebert*, in: *Rieble/Junker/Giesen* (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 35. Die den Nutzenverlust des Agenten kompensierende Risikoprämie ist definiert als der erforderliche Geldbetrag, bei dem der Agent indifferent zwischen einer sicheren und einer unsicheren Auszahlung ist, und fällt mit zunehmender Risikoscheu bzw. steigendem Einfluss exogener Faktoren höher aus, vgl. *Pratt*, 32 *Econometrica* 122, 124 (1964); *Prendergast*, 37 *J. Econ. Lit.* 7, 13 (1999); *Holmström*, 10 *Bell J. Econ.* 74 ff. (1979); *Neus*, Betriebswirtschaftslehre, S. 492 f.; *Weller/Ebert*, in: *Rieble/Junker/Giesen* (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 38; *Kräkel*, Organisation, S. 69 ff.

<sup>363</sup> Eine völlige Risikoübernahme durch den Prinzipal wäre aufgrund der unterschiedlichen Risikopräferenzen zwar effizient, jedoch entfielen damit Leistungsanreize für den Agenten, vgl. *Kräkel*, Organisation, S. 24 ff. und S. 34 ff.; *Weller/Ebert*, in: *Rieble/Junker/Giesen* (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 36 ff.

<sup>364</sup> Kurzfristiges Handeln des Agenten tritt auf, wenn sich die Auswirkungen seiner Handlungen über einen längeren Zeithorizont als die Periode der Bemessungsgrundlage erstrecken. Lösungsansätze knüpfen zum einen an die Bemessungsgrundlage an, indem Regeln des Rechnungswesens künftige Zahlungen periodisieren, vgl. *Dutta/Reichelstein*, 10 *Rev. Acc. Stud.* 527 ff. (2005) m.w.N. Zum anderen kann die Entlohnungsfunktion langfristige Auszahlungsbedingungen beinhalten, indem Vergütungsanteile zurückbehalten werden, vgl. *Milgrom/Roberts*, Organization and Management, S. 432 f. Siehe zur Berücksichtigung dieser Ansätze in den Anforderungen der AIFM-RL Kapitel 3 sub III. 4.

<sup>365</sup> Auch gesellschaftsvertragliche anreizinduzierende Gewinnverteilungsabreden (*performance fee* bzw. *carried interest*) sind als Kaufoption des Fondsmanagers zu verstehen. Siehe dazu sogleich sub 2. b) (Hedgefonds) und sub 3. b) (Private Equity-Fonds).

deren Vergütung eine messbare Wertschöpfung für die Kapitalgeber voraussetzt.<sup>366</sup> Aus juristischer Perspektive betrifft es die Frage des Synallagmas von Dienstleistung und Vergütung in Finanzverträgen.<sup>367</sup>

## 2. Vergütungsanreize in Hedgefondsstrukturen

### a) Verwaltungsvergütungen und Transaktionskosten

Erfolgsunabhängige direkte und indirekte Kostenbelastungen der Anleger erscheinen nur vordergründig anreizneutral. Bei näherer Betrachtung offenbaren insbesondere Verwaltungsvergütungen und durch Finanztransaktionen verursachte Kosten (Transaktionskosten im engeren Sinne)<sup>368</sup> Anreize, die den Interessengleichlauf zwischen Fondsmanager und Anleger beeinträchtigen können.<sup>369</sup> Anreizimplikationen weist zunächst die Bemessungsgrundlage der Verwaltungsvergütung auf, deren Maximierung im Interesse des Fondsmanagers liegt. Da die Einwerbung von Beteiligungskapital einen erfolgreichen sog. Track Record<sup>370</sup> – eine langfristige Vermögensmehrung – voraussetzt, unterliegt der Manager hierbei einem positiven Leistungsanreiz.<sup>371</sup> Damit verbundene Vertriebskosten sind verursachungsgerecht allein dem Fondsmanager und nicht dem Fondsvermögen zu belasten.<sup>372</sup> Die Vereinbarung des Netto- im Gegensatz zum Bruttoinventarwert als Bezugspunkt der Verwaltungsvergütung verhindert, dass ein risikohöherer Leverageinsatz zu höheren Bezügen des Managers führt.

Die konsekutive Ausweitung des Fondsvolumens kann für bereits investierte Anleger jedoch auch nachteilige Auswirkungen haben.<sup>373</sup> Sie ermöglicht dem Fondsmanager die

---

<sup>366</sup> Vgl. *Fang/Ivashina/Lerner*, 116 J. Fin. Econ. 160, 176 (2015).

<sup>367</sup> Zwar wird der Aspekt der „Angemessenheit“ von Vergütungen in den Richtlinienvorgaben nicht explizit benannt, jedoch kann er als integraler Bestandteil des Regulierungsziels Anlegerschutz verstanden werden. Siehe zum rechtlichen Erfordernis der Angemessenheit Kapitel 3 sub III. 1. b) bb).

<sup>368</sup> Nachfolgend ist der Begriff in diesem engeren finanzwirtschaftlichen Sinn zu verstehen; siehe zum neoinstitutionalistischen Transaktionskostenbegriff bereits oben sub I. 1. a) bb).

<sup>369</sup> Vgl. IOSCO, Fees and Expenses Report 2004, S. 2 ff.; IOSCO, Fees and Expenses Report 2015, S. 5 ff.

<sup>370</sup> Siehe zu der Bedeutung des sog. Track Record bereit oben sub I. 2. b) aa).

<sup>371</sup> Vgl. zu traditionellen Investmentfonds *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), Investmentfonds, S. 860.

<sup>372</sup> Technisch kann dies entweder durch eine eindeutige Zuordnung der Kostentragungspflicht an die Verwaltungsgesellschaft oder aber bei einer zulässigen Belastung des Fondsvermögens mit einer Verrechnungsklausel zu Lasten der Verwaltungsvergütung erfolgen.

<sup>373</sup> Dies betrifft zum einen den mit Vertriebstätigkeiten verbundenen Zeitaufwand des Fondsmanagers. Ferner deutet die Empirie darauf hin, dass eine Ausweitung des Fondsvolumens aufgrund nur be-

Erzielung erheblicher Skalenerträge, da die Verwaltungskosten nicht linear mit der Höhe des Beteiligungskapitals ansteigen.<sup>374</sup> Vor dem Hintergrund des Agenturkonflikts ist vor allem die Funktion der in Hedgefonds vergleichsweise hohen Verwaltungsvergütung als Kompensation geschäftsüblicher Aufwendungen in den Blick zu nehmen.<sup>375</sup> Einen möglichen Lösungsansatz bietet die Vereinbarung degressiver Verwaltungsvergütungstarife.<sup>376</sup> In anreizneutraler – agenturtheoretisch optimaler – Ausgestaltung dürften diese nur die mit der Ausweitung des Fondsvolumens verbundene Fixkostenerhöhung kompensieren.

Neben offen ausgewiesenen Verwaltungsvergütungen tragen Hedgefondsanleger vielfältige nicht ausgewiesene Kosten, die im Zusammenhang mit Portfoliotransaktionen anfallen.<sup>377</sup> Agenturkonflikte aufgrund von Transaktionskosten (im engeren Sinne) können sich im Verhältnis der Anleger zueinander und durch Leistungen Dritter an den Fondsmanager ergeben.

Konflikte zwischen verschiedenen Anlegern, d.h. im Prinzipal-Prinzipal-Verhältnis, entstehen anlässlich einer Anteilszeichnung bzw. -veräußerung und liegen damit in der offenen Fondsstruktur begründet.<sup>378</sup> Verursachungsgerecht wären sie allein dem ein- bzw. austretenden Anleger zuzurechnen. Diese Funktion können etwa Beitritts- bzw.

---

grenzt kapitalisierbarer Marktineffizienzen für die meisten Hedgefondsstrategien mit geringeren Erträgen korreliert und daher mit abnehmenden Skalenerträgen verbunden ist, vgl. *Liang/Schwarz*, Working Paper 2011, S. 26 f.; *Teo*, Working Paper 2009, S. 18 f.; *Brown/Fraser/Liang*, 6 J. Inv. Man. 23 ff. (2008); *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685, 1715 f. (2003).

<sup>374</sup> Es ist sogar ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe des Fondsvolumens und der prozentualen Verwaltungsgebührenbelastung zu erkennen, d.h. größere Fonds verlangen tendenziell höhere Gebührensätze, vgl. *Ramadorai/Streatfield*, Working Paper 2011, S. 21.

<sup>375</sup> Den hohen Verwaltungskosten in Hedgefonds stehen deutlich gesunkene Entgeltniveaus in der traditionellen institutionellen Kapitalanlage gegenüber, in der die Angabe volumenabhängiger Verwaltungsvergütungen in Basispunkten (hundertster Anteil eines Prozents) üblich ist. Für große institutionelle Verwaltungsmandate werden auf dem deutschen Markt i.d.R. weniger als 50 Basispunkte (0,5 %) des verwalteten Vermögens berechnet, wobei Rentenmandate geringere Werte als Aktienmandate aufweisen, vgl. *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), Investmentfonds, S. 864 ff. m.w.N.

<sup>376</sup> So könnten beispielsweise nach Schwellenwerten des NAV gestaffelte Vergütungssätze eine jährliche Herab- oder Heraufsetzung der prozentualen Verwaltungsvergütung bestimmen (z.B. bis 100 Mio. GE 2,5 %, bis 500 Mio. GE 2,0 % bis 1 Mrd. GE 1,5 % und über 1 Mrd. GE 1,0 %).

<sup>377</sup> Diese beinhalten neben Gebühren der Depotbank für Abwicklung und Buchung insbesondere Kommissionsentgelte für die Orderausführung des Brokers zusammen, die in Gestalt der Geld-Brief-Spanne (*spread*) zwischen An- und Verkaufskurs berechnet werden, *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), Investmentfonds, S. 869.

<sup>378</sup> Der Grund hierfür ist der Umstand, dass die mit zeichnungsbedingten Änderungen des Fondsvolumens verbundenen Transaktionskosten durch den anteiligen Auf- bzw. Abbau des Portfolios von allen Anlegern getragen werden, vgl. näher *Lack*, *Mirage*, S. 99 ff.

Austrittsgebühren zu Gunsten des Fondsvermögens – d.h. nicht wie *in praxi* üblich zu Gunsten des Managers – übernehmen, die den Anteil der anlässlich einer Beteiligungsänderung entstandenen Kosten allein dem verursachenden Anleger zuordnen.<sup>379</sup>

Den Interessengleichlauf zwischen Anleger und Fondsmanager können ferner Leistungen beeinträchtigen, die letzterer im Rahmen seiner Verwaltungstätigkeit von Dritten erhält. Verbreitet sind etwa Vergünstigungen für Recherchedienstleistungen (sog. *soft dollar arrangements*), die Broker Fondsmanagern gegen Zusicherung eines bestimmten Handelsvolumens gewähren.<sup>380</sup> Empirische Untersuchungen dieser Anreizmechanismen bestätigen den ersten Eindruck einer Übervorteilung der Anleger<sup>381</sup> aber nicht zwingend, vielmehr können derartige Vergünstigungen den Interessengleichlauf sogar verbessern. Demnach fungieren die Vereinbarungen als Instrument der Qualitätssicherung in der Vertragsbeziehung des Fondsmanagers zum Broker, dessen bessere Orderexekution<sup>382</sup> trotz erhöhter Kosten in höheren Portfoliorenditen resultieren kann.<sup>383</sup> Aufgrund der unklaren ökonomischen Bewertung sind normative Konsequenzen in Gestalt materieller Regulierungsvorgaben für derartige Vergünstigungen nicht abzuleiten, jedoch erscheint zum Abbau von Informationsasymmetrien eine umfassende Offenlegung gegenüber Anlegern angezeigt.<sup>384</sup>

---

<sup>379</sup> Vgl. zu Beitritts- bzw. Austrittsgebühren (*entry bzw. exit fees*) Lack, *Mirage*, S. 111.

<sup>380</sup> Der Fondsmanager unterliegt somit dem Anreiz, seine Geschäftsbeziehung mit dem Broker fortzusetzen und gebührenpflichtige Recherchedienste (z.B. Datenbanken oder IT-Dienste) über das *soft dollar*-Konto von seinem Broker begleichen zu lassen, vgl. *Horan/Johnson*, 28 *Int. Rev. L. & Econ.* 56 ff. (2008); *Conrad/Johnson/Wahal*, 56 *J. Fin.* 397, 398 ff. (2001); *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 65 f.; *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), *Investmentfonds*, S. 868 ff. *Soft dollar*-Vereinbarungen stellen weniger ein spezifisches Problem der Vergütungsstrukturen in Hedgefonds, als vielmehr ein allgemeines Phänomen im Rahmen von Wertpapierdienstleistungen dar.

<sup>381</sup> Das Fondsvermögen der Anleger könnte durch höhere Kommissionsgebühren eines *soft dollar*-Brokers mittelbar belastet werden, sodass sie Recherchetätigkeiten des Managers subventionieren, vgl. *Horan/Johnson*, 28 *Int. Rev. L. & Econ.* 56, 62 f. (2008); *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 66.

<sup>382</sup> Dies ist vor allem mit der Fähigkeit des Brokers zur kursschonenden Platzierung einer Order durch möglichst geringe Marktbeeinflussung verbunden, vgl. *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), *Investmentfonds*, S. 870.

<sup>383</sup> So deuten empirische Untersuchungen auch darauf hin, dass *soft dollar*-Vereinbarungen positiv mit risikoadjustierten Erträgen korreliert sind, d.h. Anlegern prinzipiell nutzen, vgl. *Horan/Johnson*, 28 *Int. Rev. L. & Econ.* 56, 63 ff. (2008); *Conrad/Johnson/Wahal*, 56 *J. Fin.* 397, 415 f. (2001).

<sup>384</sup> Vgl. *Afyonoğlu*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 72; *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), *Investmentfonds*, S. 867 f. unter Verweis auf die sog. CFA Institute Trade Management Guidelines. Siehe zur aufsichtsrechtlichen Einordnung sog. Zuwendungen Kapitel 3 sub III. 1. c).

## b) Erfolgsvergütungen und High-Water Marks

### aa) Vergütungsvereinbarung als Portfolio von Kaufoptionen

Im Zentrum der regulatorischen Vorgaben der AIFM-RL stehen hingegen erfolgsabhängige Vergütungen, deren Anreizeffekte die ökonomische Teildisziplin der Finanzwirtschaft untersucht. Aus deren Perspektive stellt sich die fixe und variable Elemente beinhaltende Vergütungsstruktur in Hedgefonds als konvexes Anreizschema mit asymmetrischem Auszahlungsprofil dar.<sup>385</sup> Dabei ist die Vereinbarung einer jährlichen Erfolgsvergütung als Bündel bzw. Portfolio von Kaufoptionen mit Barausgleich zu begreifen, deren Käuferposition der Fondsmanager und deren Stillhalter- bzw. Verkäuferposition der Fonds innehat (*long call option*).<sup>386</sup> Abhängig von der Wertentwicklung des Fonds als Bezugspunkt des Optionsvertrags erwirbt der Fondsmanager mit Optionsausübung einen Anspruch, der regelmäßig nicht auf (Anteils-)Lieferung, sondern auf Zahlung gerichtet ist. Gegenstand einer Kaufoption ist grundsätzlich das Recht des Käufers, ein bestimmtes Gut (Basiswert bzw. *underlying*) zu einem definierten Preis (Ausübungspreis bzw. *strike*) in einer bestimmten Menge zu einem künftigen Zeitpunkt zu erwerben.<sup>387</sup> Eine Option mit Barausgleich (*cash settlement*) ist demgegenüber nicht auf Lieferung eines Guts, sondern auf die Zahlung eines Differenzbetrags zwischen Basispreis und aktuellem Marktwert des Basiswertes gerichtet.<sup>388</sup> Den Wert einer sog. europäischen Kaufoption bestimmen die Standardabweichung der erwarteten Rendite sowie der Gegenwartswert des Basiswertes, der vereinbarte Ausübungspreis zum Ausübungszeitpunkt und die Restlaufzeit.<sup>389</sup>

---

<sup>385</sup> Ein asymmetrisches Auszahlungsprofil ergibt sich aus dem Umstand, dass der Fondsmanager allein an Gewinnen, nicht hingegen an Verlusten beteiligt wird, sofern man etwaige Eigenbeteiligungen außer Betracht lässt, vgl. *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 63. Konvex ist das Anreizschema, da sich aus dem Zusammenspiel der Vergütungskomponenten eine überproportionale Beteiligung des Fondsmanagers an hohen Ergebnissen ergibt, vgl. *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869, 1884 (2001); *Carpenter*, 50 J. Fin. 2311 ff. (2000); *Engert*, ZBB 2014, 108, 111.

<sup>386</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2227 (2009); *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1 f. (2009); *Grinblatt/Titman*, 35 Man. Science 807 ff. (1989); *Carpenter*, 50 J. Fin. 2311 ff. (2000); *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685 ff. (2003); *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 947; *Hull*, *Risk Management*, S. 77 f.

<sup>387</sup> Grundlegend *Black/Scholes*, 81 J. Pol. Econ. 637 ff. (1973); vgl. *Hull*, *Derivatives*, S. 214 ff.; *Spremann/Gantenbein*, *Finanzmärkte*, S. 214 ff.

<sup>388</sup> Vgl. *Hull*, *Derivatives*, S. 36 f. und S. 60 f. in Bezug auf Indexoptionen.

<sup>389</sup> Anhand des Ausübungszeitpunkts wird zwischen europäischen Optionen, deren Ausübung nur an einem spezifischen Tag, und amerikanischen Optionen, deren Ausübung jederzeit innerhalb einer

Bezogen auf die Vereinbarung einer in Hedgefonds jährlich fälligen Erfolgsvergütung sind die Parameter der Option der Netto-Gegenwartswert des Fondsportfolios (Basiswert), dieser Wert zuzüglich der vereinbarten Hurdle Rate<sup>390</sup> unter Berücksichtigung der High-Water Mark<sup>391</sup> (Ausübungspreis) sowie die Volatilität des Portfolios.<sup>392</sup> Als optimaler Anreizvertrag werden aus modelltheoretischer Perspektive aus dem Geld liegende Optionen<sup>393</sup> bewertet.<sup>394</sup> Diese Eigenschaft weisen auch Erfolgsvergütungen in Hedgefonds auf, bei denen es sich um ein Bündel europäischer Kaufoptionen handelt. Die Vereinbarung einer Hurdle Rate hat zunächst einen jährlich neu festgesetzten Ausübungspreis der Option zu Folge, da die Erfolgsvergütung zunächst eine Wertsteigerung des Portfolios (Basiswert) um den vereinbarten Betrag erfordert.<sup>395</sup> Darüber hinaus erfolgt durch die Verwendung einer High-Water Mark<sup>396</sup> eine fortlaufende Anpassung der Optionsparameter.<sup>397</sup>

#### bb) Hypothesen und Befunde zu vergütungsinduziertem Risikohandeln

Da der Manager die Volatilität des Portfolios durch eine gezielte Risikoerhöhung steuern kann, beeinflusst er zugleich den Wert seiner Optionen.<sup>398</sup> Um den Erwartungsnutzen aus dem Optionsvertrag zu maximieren, müsste ein rationaler Fondsmanager daher

gewissen Zeitspanne möglich ist, unterschieden, vgl. *Hull, Derivatives*, S. 215 ff.; *Spremann/Gantenbein, Finanzmärkte*, S. 215.

<sup>390</sup> Siehe dazu oben Kapitel 1 sub II. 1. a) und 2. a).

<sup>391</sup> Siehe dazu oben Kapitel 1 sub II. 2. a).

<sup>392</sup> Zur Erläuterung: Beträgt der gegenwärtige NAV des Fonds 100 GE, die annualisierte Standardabweichung des Fondsportfolios 30 %, die jährliche Erfolgsvergütung 20 % der erzielten Gewinne und die Hurdle Rate 5 % p.a. (bzw. 4,88 % bei logarithmierter (stetiger) Verzinsung), so ist der Strike-Preis 105 GE. Der Optionswert des 20 %-igen Gewinnanteils beträgt nach Maßgabe der *Black-Scholes*-Formel ca. 2,4 GE bzw. 2,4 % des NAV. Legt man eine Verwaltungsvergütung von 2 % p.a. zugrunde, ergibt sich demnach eine Gesamtkostenbelastung der Anleger von 4,4 % des Fondsvolumens, Beispiel nach *Bodie/Kane/Marcus, Investments*, S. 947.

<sup>393</sup> Eine Option liegt aus dem Geld (*out of the money*), wenn sie bei sofortiger Fälligkeit nicht ausgeübt würde, im Geld (*in the money*), wenn sie bei sofortiger Fälligkeit ausgeübt würde und am Geld (*at the money*), wenn sich der Kurs des Basiswerts in der Nähe des Strikes befindet, *Spremann/Gantenbein, Finanzmärkte*, S. 216.

<sup>394</sup> Vgl. *Lambert/Larcker*, Working Paper 2004, S. 27; anders aber *Ross*, 59 J. Fin. 207 ff. (2004), der die axiomatische Annahme einer Risikoerhöhung durch konvexe Anreizschemata bzw. einer Risikoverringung durch konkave Anreizschemata in Frage stellt.

<sup>395</sup> *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2227 (2009); anders stellt sich die Situation hingegen in der Managervergütung dar, so lagen bei US-CEO-Aktionsoptionsplänen 1998 nur ca. 6 % der Optionen aus dem Geld, *Hall/Murphy*, 90 Am. Econ. Rev. 209 f. (2000).

<sup>396</sup> Siehe zu High-Water Marks in Hedgefonds-Vergütungsstrukturen bereits Kapitel 1 sub II. 2. a).

<sup>397</sup> *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1 (2009).

<sup>398</sup> Vgl. *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685, 1687 ff. (2003); *Carpenter*, 50 J. Fin. 2311 f. (2000).

theoretisch das Portfoliorisiko größtmöglich erhöhen.<sup>399</sup> Insbesondere bei schlechter Portfolioentwicklung könnte der Fondsmanager geneigt sein, den Risikograd des Portfolios zu erhöhen (*risk shifting*)<sup>400</sup>, um so noch vor Verfall, d.h. zum jeweiligen Ausübungszeitpunkt, eine Vergütung aus dem Optionsvertrag zu erhalten.

Eine nähere Betrachtung verdienen mögliche Anreizwirkungen von High-Water Marks, die eine Verlustpartizipation des Fondsmanagers in der Zukunft (*ex post*) sicherstellen sollen. Diese bei geringen Wertschwankungen des Nettoinventarwerts wenig anreizsensitive Vereinbarung kann in der Folge deutlicher Wertverluste<sup>401</sup> im Hinblick auf ihren anlegerschützenden Zweck Bedenken begegnen.<sup>402</sup> Finanzwirtschaftlich ausgedrückt liegt dann der Optionswert der Erfolgsvergütung (sehr weit) aus dem Geld, sodass eine Optionsvergütung für den Manager unwahrscheinlich ist.<sup>403</sup> Dies kann ihn einerseits dazu verleiten, die Gewinnerwartung durch eine Erhöhung der Portfoliorisiken zu steigern (sog. *gambling for resurrection*).<sup>404</sup> Andererseits kann der Fondsmanager auf die Situation mit der Liquidation und Abwicklung des Fonds reagieren und versuchen, Kapital für einen neuen Fonds einzuwerben, bei dem keinerlei Beschränkungen der Erfolgsvergütung bestehen.<sup>405</sup>

Entgegen der optionstheoretischen Hypothese lassen modellhafte Untersuchungen zu

---

<sup>399</sup> Vgl. *Carpenter*, 50 J. Fin. 2311 f. (2000).

<sup>400</sup> Vgl. *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1 (2009); *Lan/Wang/Yang*, 110 J. Fin. Econ. 300 f. (2013); zu Wertpapierfonds *Chevalier/Ellison*, 105 J. Pol. Econ. 1167 ff. (1997); *Brown/Harlow/Starks*, 51 J. Fin. 85, 108 f. (1996).

<sup>401</sup> Aufgrund des Exponentialzusammenhangs relativer Wertentwicklungen erfordert ein erneutes Erreichen des letzten Höchststands bei deutlichen Verlusten außerordentliche Wertzuwächse bzw. einen sehr langen Zeitraum. Zur Erläuterung: Erreichte ein Fonds mit dem Nettoinventarwert (NAV) 100 seinen letzten Höchststand, ist ein Wertverlust von 10 % auf NAV 90 bereits durch einen nachfolgenden Wertzuwachs von ca. 11 % ausgeglichen. Eine Reduzierung auf NAV 70 erfordert sodann ca. 43 % und ein Verlust des halben Nettoinventarwerts (NAV 50) bereits 100 % Wertzuwachs, um den Höchststand zu erreichen. Die Wiederaufholung eines Wertverlustes von 50 % würde bei einer Rendite von 10 % p.a. bei Gewinnthesaurierung mit Zinseszins über sieben Jahre dauern.

<sup>402</sup> Vgl. *Drechsler*, 27 Rev. Fin. Stud. 2052 ff. (2014); *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1 ff. (2009); *Aragon/Qian*, Working Paper 2009, S. 1 ff.; *Kahn/Scanlan/Siegel*, 8 J. Port. Man. 1, 11 (2006).

<sup>403</sup> Vgl. *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869 f. (2001).

<sup>404</sup> *Gambling for resurrection* bezeichnet ein Verhalten des grundsätzlich risikoaversen Agenten, in Folge starker Verluste und hierdurch entstandener Unsicherheit über künftige Bezüge unverhältnismäßige Risiken einzugehen (d.h. seine Risikopräferenz zu ändern), da er von dieser Risikoerhöhung asymmetrisch betroffen ist, vgl. *Freixas/Rochet*, *Microeconomics of Banking*, S. 329; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 314; *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869 (2001); ein solches Verhalten des Fondsmanagers vermutet *Zetzsche*, *Prinzipien*, S. 707 f.

<sup>405</sup> Vgl. *Lan/Wang/Yang*, 110 J. Fin. Econ. 300, 315 ff. (2013); *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 32 zum Fall der *Tiger Management LLC*.

optimalen anreizkompatiblen Anlagestrategien für den (Normal-)Fall, dass die Option nicht sehr weit aus dem Geld liegt, keine übermäßige vergütungsinduzierte Risikoneigung erkennen.<sup>406</sup> Dieser Befund wird empirisch bestätigt.<sup>407</sup> Fraglich erscheint jedoch, welche Auswirkungen High-Water Marks in der Ertragskrise auf den Fondsmanager ausüben, da seine Option in diesem Fall sehr weit aus dem Geld liegt. Modellhafte Analysen lassen indes auch hier keine Anreize zu übermäßigem Risikohandeln des Agenten erkennen, sondern bewerten High-Water Marks vielmehr als optimale (effiziente) Vereinbarung.<sup>408</sup> Ein entscheidender Umstand kann darin liegen, dass der Ausübungspreis der Option zwischen den Vertragsparteien grundsätzlich nicht nachverhandelt wird.<sup>409</sup> Diese Auffassung wird durch den überwiegenden Anteil der empirischen Literatur bestätigt, die größtenteils positive Korrelationen zwischen High-Water Marks und risikoangepassten Renditen identifiziert.<sup>410</sup> Ferner scheint auch die verhältnismäßig gering verbreitete Verwendung von Hurdle Rate-Klauseln als Bedingung für Erfolgsvergütungen keinen statistisch signifikanten Renditenachteil zu begründen.<sup>411</sup>

Den Annahmen des PA-Modells folgend könnte schließlich die Höhe der Erfolgsvergütung einen Einflussfaktor darstellen, da eine höhere Ergebnisbeteiligung ein erhöhtes Anstrengungsniveau des Agenten bedingen müsste. Aus empirischer Perspektive ist die quantitative Erfassung der Höhe variabler Vergütungsanreize in Hedgefonds jedoch schwierig, da sie sich aus der vereinbarten Erfolgsvergütung und dem auf die Eigenbeteiligung des Fondsmanagers entfallenden Gewinnanteil zusammensetzt. Modelltheore-

---

<sup>406</sup> Vgl. *Carpenter*, 50 J. Fin. 2311, 2327 f. (2000), die einen risikoaversen Fondsmanager zugrunde legt; *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1, 25 f. (2009) erweitern diese Aussage auf risikoneutrale Agenten; *Lan/Wang/Yang*, 110 J. Fin. Econ. 300, 320 f. (2013) verweisen auf den risikominimierenden Anreiz, dass eine Fondsschließung auch das vollständige Versiegen des Einkommensstroms aus Verwaltungsvergütungen zur Folge hätte; *Drechsler*, 27 Rev. Fin. Stud. 2052, 2087 f. (2014) betont zudem die vielfältigen weiteren Anreizmechanismen.

<sup>407</sup> Vgl. zu Hedgefonds *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 871 (1999); siehe aber zu US-Wertpapierfonds *Elton/Gruber/Blake*, 58 J. Fin. 779, 786 ff. (2003), die empirische Zusammenhänge zwischen Erfolgsvergütungen und einem höheren Risikoniveau, zugleich aber höhere risikoadjustierte Renditen feststellen; dies bestätigend *Massa/Patgiri*, 22 Rev. Fin. Stud. 1777 ff. (2009).

<sup>408</sup> Vgl. *Panageas/Westerfield*, 64 J. Fin. 1, 25 f. (2009).

<sup>409</sup> Anders als bei Optionsvergütungsplänen in börsennotierten Gesellschaften (sog. *option re-setting* bei weit aus dem Geld liegenden Aktienoptionen) sind Nachverhandlungen über die Vergütungsstruktur in Hedgefonds unüblich. Ursächlich hierfür ist die gesellschaftsrechtliche Verankerung der Vertragsparameter, vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221 f. (2009).

<sup>410</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2238 und 2242 (2009); *Aragon/Qian*, Working Paper 2009, S. 24; *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685, 1714 ff. (2003); *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869, 1884 f. (2001).

<sup>411</sup> *Liang*, 55 Fin. An. J. 72, 74 (1999).

tisch kann sie in Kombination beider Elemente als sog. Gesamt-Optionsdelta (*total delta*)<sup>412</sup> ausgedrückt werden, d.h. der Abhängigkeit der Summe der Gewinnanteile von der Wertentwicklung des Portfolios.<sup>413</sup> Empirische Untersuchungen weisen nach, dass ein höheres Gesamt-Optionsdelta mit einer höheren risikoangepassten Rendite korreliert,<sup>414</sup> d.h. dass sich – vereinfacht ausgedrückt – „höhere Vergütungsanreize“ positiv auswirken.

Die ökonomische Literatur bestätigt die Hypothese eines aufgrund des optionsartigen Charakters des Vergütungsvertrages überhöhten Risikohandelns des Fondsmanagers damit nicht. Die Ursachen dieses Befundes sind in einem Zusammenspiel vielfältiger risikolimitierender Anlagerestriktionen<sup>415</sup> und risikomoderierender informeller Anreizmechanismen zu suchen: So deuten empirische Untersuchungen darauf hin, dass sich Hedgefondsmanager in der Folge starker Verluste Reputationsbedenken bzw. Karriereeinbußen (*career concerns*) ausgesetzt sehen, sodass Anreize zu übermäßig risikogeeigneten Handeln jedenfalls teilweise kompensiert werden.<sup>416</sup> Ferner gewährleistet die Möglichkeit des Kapitalabzugs in offenen Fondsstrukturen eine Disziplinierungsfunktion.<sup>417</sup> Schließlich ist die aus agenturtheoretischer Perspektive vorzugswürdige Haftungsfunktion der Kapitalbeteiligung des Fondsmanagers zu berücksichtigen; als Agent rückt er damit zugleich in die Position eines Prinzipals ein und verhält sich modelltheoretisch prinzipiell risikoaverser.<sup>418</sup>

---

<sup>412</sup> Als Kennziffer der Optionspreistheorie drückt das Delta die absolute Sensitivität des Optionswerts in Abhängigkeit von der Änderung des Werts des Basispreises aus. Bei einer Call-Option kann das Delta Werte zwischen 0 und 1 annehmen (z.B. bei Delta=0,5 steigt bei einer Erhöhung des Basiswerts um 1 GE der Optionspreis um 0,5 GE), vgl. *Hull, Derivatives*, S. 264 f. und S. 380 ff.

<sup>413</sup> Vgl. *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2223 f. (2009).

<sup>414</sup> *Agarwal/Daniel/Naik*, 64 J. Fin. 2221, 2224 (2009).

<sup>415</sup> Ein vergleichsweise starres Element der Risikobegrenzung bieten Beschränkungen in den Anlagebedingungen des Fonds, die etwa Anlagegrenzen für den Einsatz von Fremdkapital und Derivaten definieren. Siehe zur rechtlichen Einordnung der sog. Anlagebedingungen Kapitel 3 sub III. 1. b) cc).

<sup>416</sup> Vgl. *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869 ff. (2001); auch *Chevalier/Ellison*, 114 Q. J. Econ. 389 ff. (1999), die für Wertpapierfonds eine Korrelation zwischen höherem Alter und erhöhter Risikotoleranz feststellen; zu Reputationsanreizen *Fung/Hsieh*, 24 J. Port. Man. 30 ff. (1997); für eine Untersuchung des Einflusses von Karrierebedenken für CEOs *Gibbons/Murphy*, 100 J. Pol. Econ. 468 ff. (1992).

<sup>417</sup> *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 837 (1999); siehe zu Einschränkungen durch Liquiditätsbeschränkungen für Anleger Kapitel 3 sub III. 1. d) bb).

<sup>418</sup> Vgl. *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 837 (1999), die an *Starks*, 22 J. Fin. & Quant. An. 17 ff. (1987) anknüpfen; *Jensen/Meckling*, 3 J. Fin. Econ. 305, 308 (1976); *Morck/Shleifer/Vishny*, 20 J. Fin. Econ. 293 ff. (1988); *McConnell/Servaes*, 27 J. Fin. Econ. 595 ff. (1990).

### c) Systematische Risiken und Vergütungshöhe

Einen von den vorgenannten Erwägungen grundlegend zu unterscheidenden Aspekt stellt hingegen die Höhe der Gesamtvergütung dar. Unstreitig begründet das Vergütungsmodell in Hedgefonds einen erheblichen Vermögenstransfer der Anleger an die Fondsmanager<sup>419</sup>, die sich einem zunehmenden Rechtfertigungsbedarf<sup>420</sup> ausgesetzt sehen. Dies gilt zumal angesichts der Portfolioeffekte bei der Kombination mehrerer Hedgefondsbeteiligungen<sup>421</sup> und der zusätzlichen Kostenbelastung in Dach-Hedgefonds<sup>422</sup>. Gleichwohl können auch objektiv hohe Gebührenvereinbarungen aus Perspektive eines rationalen Anlegers durch das knappe Gut besonderer Anlageergebnisse gerechtfertigt sein. Dreh- und Angelpunkt der Diskussion um Höhe und Angemessenheit von Hedgefondsvergütungen ist daher das – von Zufallsergebnissen zu unterscheidende – tatsächliche Vorliegen von Managertalent, das sich in dauerhaften (persistenten) und ausreichend hohen (statistisch signifikanten) Marktüberrenditen ausdrückt.<sup>423</sup>

Über die tatsächliche Höhe der durchschnittlich langfristig erzielten Überrenditen der gesamten Hedgefondsbranche bzw. einzelner Strategien – die sog. Performance-Persistenz<sup>424</sup> – besteht in der Literatur erhebliche Diskussion.<sup>425</sup> Während manche Un-

---

<sup>419</sup> *Brooks/Clare/Motson*, 24 J. Fin. Tran. 33, 35 (2008) beziffern die durchschnittliche Gesamt-Gebührenbelastung von Hedgefondsanlegern auf jährlich 5,15 % des Anlagebetrags; vgl. *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685 f. (2003), die den Nettogegenwartswert der Gebühren auf ca. 10 bis 20 % des Anlagebetrags des Investors schätzen.

<sup>420</sup> Vgl. etwa *Dichev/Yu*, 100 J. Fin. Econ 248 ff. (2011); *Ramadorai/Streatfield*, Working Paper 2011, S. 1 ff.; *Preece*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 483 f.; *Lan/Wang/Yang*, 110 J. Fin. Econ. 300 ff. (2013); zum Strategiewechsel des US-Pensionsfonds CalPERS, aufgrund der Kostenbelastung auf Hedgefondsbeteiligungen zu verzichten *Fitzpatrick*, WSJ Online v. 15.09.2014.

<sup>421</sup> Da in Portfolien mit mehreren Hedgefonds-Beteiligungen (z.B. in Dach-Hedgefonds) Erfolgsvergütungen und High-Water Marks stets nur im jeweils individuellen Beteiligungsverhältnis berechnet werden, wird die Nettoperformance auf aggregierter Portfolioebene bei zugleich positiven und negativen Einzelergebnissen verschiedener Zielfonds deutlich negativ beeinflusst. Erfolgsvergütungen fließen auch dann an Zielfonds, wenn das Hedgefonds-Portfolio eines Anlegers insgesamt Verluste erzielt. Der Bruttobetrag tatsächlich gezahlter Erfolgsvergütungen bezogen auf die Summe der Erträge aus Hedgefondsbeteiligungen kann daher die im Individualverhältnis vereinbarte Gebührenhöhe (z.B. 20 %) deutlich übersteigen. Vgl. zu dem Effekt *Bodie/Kane/Marcus*, *Investments*, S. 949; *Hull*, *Risk Management*, S. 76.

<sup>422</sup> Die Erträge aus Dach-Hedgefonds fallen empirischen Untersuchungen zufolge aufgrund der zusätzlichen Kostenebene deutlich geringer als Direktanlagen in Hedgefonds aus, vgl. *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 847 (1999); eingehend *Brown/Goetzmann/Liang*, 2 J. Inv. Man. 39 ff. (2004).

<sup>423</sup> Vgl. *Goetzmann/Ingersoll/Ross*, 58 J. Fin. 1685, 1715 (2003).

<sup>424</sup> Nach *Kaiser*, *Hedgefonds*, S. 191.

<sup>425</sup> Entscheidender Aspekt ist dabei die Dauerhaftigkeit (Persistenz) guter Wertentwicklungen, da nach dem statistischen Gesetz der großen Zahl bei einer großen Stichprobe und einem kurzen Beobach-

tersuchungen statistisch signifikante Überrenditen gegenüber verbreiteten Marktindizes konstatieren<sup>426</sup>, rücken andere Auswertungen diese Annahme insbesondere bei Betrachtung der Nettoerrenditen – d.h. nach Abzug aller Gebühren – in Zweifel.<sup>427</sup> Dabei ist auch der Umstand zu berücksichtigen, dass Hedgefondsstrategien die Gefahr hoher sog. Tail-Risiken bergen und untalentierte Fondsmanager die Fähigkeit zur dauerhaften Erzielung von Überrenditen nur vortäuschen können.<sup>428</sup> Ferner kann der Anspruch, persistente Überrenditen zu erzielen, aufgrund unzureichender Transparenzanforderungen zur systematischen Manipulation von Ertragszahlen führen, um so den reputationsschädigenden Ausweis negativer Wertentwicklungen zu vermeiden.<sup>429</sup> Angesichts dieser Herausforderungen erscheint es naheliegend, die Funktion erfolgsbasierter Vergütungsstrukturen als möglichen Selektionsmechanismus<sup>430</sup> zur Identifikation echten Managertalents zu untersuchen. Aus modelltheoretischer Perspektive wird jedoch die Gestaltung eines Anreizmechanismus, der verlässlich zwischen fähigen und unfähigen Fondsmanagern

---

tungszeitraum eine gewisse Anzahl von Fondsmanagern auch aus bloßem Zufall „gute“ Ergebnisse ausweist, vgl. *Kosowski/Naik/Teo*, 84 J. Fin. Econ. 229 f. (2007). Siehe für einen Literaturüberblick etwa *Preece*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 486 ff.

<sup>426</sup> Vgl. *Naik/Ramadorai/Strömqvist*, 13 EFM 239, 254 f. (2007), die im Zeitraum 1994–2004 ein durchschnittliches Alpha von 3 % feststellen, zugleich aber erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Strategien und einen signifikanten Rückgang der Überrenditen betonen; *Ibbotson/Chen/Zhu*, 67 Fin. An. J. 15 ff. (2011) stellen für den Zeitraum 1995–2009 ebenfalls für sämtliche Hedgefondsstrategien statistisch signifikantes Alpha fest.

<sup>427</sup> Vgl. *Ackermann/McEnally/Ravenscraft*, 54 J. Fin. 833, 850 ff. (1999); *Brown/Goetzmann/Ibbotson*, 72 J. Bus. 91, 108 ff. (1999) stellen zwar geringes Alpha, jedoch keine Persistenz fest; *Aragon*, 83 J. Fin. Econ. 33, 56 (2007) stellt bei Nichtberücksichtigung von Liquiditätsbeschränkungen kein Alpha fest; *Kosowski/Naik/Teo*, 84 J. Fin. Econ. 229, 262 f. (2007) bestätigen allenfalls persistente Überrenditen von Hedgefonds des obersten Dezils im Verhältnis zu solchen des untersten Dezils; *Fung/Hsieh/Naik/Ramadorai*, 63 J. Fin. 1777, 1800 (2008); *Griffin/Xu*, 22 Rev. Fin. Stud. 2531, 2566 ff. (2009); *Dichev/Yu*, 100 J. Fin. Econ. 248, 261 (2011), die anhand einer IRR-Methode Dollar-gewichtete Ergebnisse ermitteln, die erheblich von Zeitpunkt und Höhe der Kapitalzuflüsse in Hedgefonds bestimmt sind und nur unerheblich über dem risikofreien Zins, jedoch deutlich unter sämtlichen Marktindizes liegen; *Lack*, *Mirage*, S. 6 ff.

<sup>428</sup> *Foster/Young*, 125 Q. J. Econ. 1435, 1436 (2010) sprechen von „Performance-Mimikry“; siehe zum Problem sog. Tail-Risiken bereits oben sub I. 1. b) cc).

<sup>429</sup> Empirische Untersuchungen deuten ferner darauf hin, dass Angaben zur Wertentwicklung von Hedgefonds Gegenstand systematischer Manipulation sein könnten. So wird eine statistische Auffälligkeit um den Nullwert der Verteilung branchenweiter Hedgefondserträge diskutiert, aus der eine systematische Manipulation von Ertragszahlen abzuleiten sein kann, vgl. *Bollen/Pool*, 64 J. Fin. 2257, 2285 ff. (2009) und *dies.*, 25 Rev. Fin. Stud. 2673 ff. (2012); anders aber *Jorion/Schwarz*, 111 J. Fin. Econ. 311, 326 f. (2014), die diese Unregelmäßigkeit auf das asymmetrische Vergütungsmodell in Hedgefonds, d.h. insbesondere Erfolgsvergütungen zurückführen.

<sup>430</sup> Vgl. *Goetzmann/Ingersoll/Spiegel*, 20 Rev. Fin. Stud., 1503, 1528 ff. (2007) für eine Herleitung manipulationssicherer Performance-Kennzahlen; siehe aber *Foster/Young*, 125 Q. J. Econ. 1435, 1446 f. (2010).

unterscheidet, als nahezu unmöglich bewertet.<sup>431</sup> Insbesondere dem regulatorisch verfolgten Ansatz einer Zurückstellung bzw. Rückforderung von Vergütungsansprüchen wird eine entsprechende Selektionsfähigkeit abgesprochen.<sup>432</sup>

Die entscheidenden Aspekte der Diskussion um die Vergütungshöhe sind daher weniger die Parameter erfolgsabhängiger Vergütungen als vielmehr die Verfügbarkeit belastbarer risikoadjustierter Ertragsdaten (einschließlich ihrer Tail-Risiken) und eine ausreichende – wiederum Kosten implizierende<sup>433</sup> – Kompetenz des Anlegers für deren Bewertung. Der damit verfolgte Abbau von Informationsasymmetrien ist Voraussetzung einer informierten Entscheidung des Anlegers. Dieser kann den Verwalter sowohl vor als auch während der Beteiligungsphase durch eine ausbleibende Kapitalzusage bzw. einen Kapitalabzug disziplinieren.

Einen abschließenden Aspekt der Diskussion um Überrenditen und Vergütungen in Hedgefonds bietet das enge Zusammenspiel von Finanzmarktforschung und Finanzmarktentwicklungen.<sup>434</sup> Die wachsende finanzmathematische Durchdringung der Risiko- und Renditedeterminanten von Hedgefondsstrategien ermöglicht eine zunehmend präzise Identifikation alternativer Risikoprämien (alternatives Beta).<sup>435</sup> Als Folge dieser Entwicklung wird daher auch der Hedgefondsbranche eine der traditionellen Investmentfondsbranche vergleichbare Entwicklung zu Indexreplikationen bzw. vergleichbaren transparenten, liquiden und kostengünstigen Ansätzen zur Vereinnahmung sog. alternativer Faktorrisikoprämien prognostiziert (sog. portables Alpha).<sup>436</sup> Dies aber lässt ein Absinken der Managervergütung erwarten<sup>437</sup> und würde damit die Tauglichkeit von

---

<sup>431</sup> Vgl. *Foster/Young*, 125 Q. J. Econ. 1435, 1453 f. (2010).

<sup>432</sup> Vgl. *Foster/Young*, 125 Q. J. Econ. 1435, 1440 f. und 1447 ff. (2010).

<sup>433</sup> Kosten für die Gewährleistung der erforderlichen Anlageexpertise können entweder durch die Vorhaltung interner Ressourcen des Anlegers oder durch die Auslagerung der Anlageentscheidung auf externe Intermediäre entstehen, vgl. *Lack*, *Mirage*, S. 13, der diese Spezialisierungskosten unabhängig von der gewählten Struktur auf 0,5–1 % des Beteiligungsvermögens beziffert.

<sup>434</sup> Ein illustratives Beispiel bietet die Firma des US-Hedgefonds AQR („*Applied Quantitative Research*“).

<sup>435</sup> Siehe zu alternativen Risikoprämien bereits oben sub I. 1. b) bb).

<sup>436</sup> Vgl. *Hasanhodzic/Lo*, 5 J. Inv. Man. 5 ff. (2007); *Tupitsyn/Lajbcygier*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 541; *Kung/Pohlmann*, 30 J. Port. Man. 78 ff. (2004), die unter *portable alpha* den Prozess einer hedgingbasierten Separation von Alpha und Beta mit dem Ziel der Übertragbarkeit von Alpha auf andere Portfolios verstehen (sog. Overlay-Strategie); eingehend zu den Parametern sog. Faktorrisiko-Fonds *Ang*, *Factor Investing*, S. 587 ff.

<sup>437</sup> Vgl. *Hasanhodzic/Lo*, 5 J. Inv. Man. 5 ff. (2007); *Tupitsyn/Lajbcygier*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 542.

Innovations- und Wettbewerbsmechanismen als marktbezogenes Korrektiv einer fehlerhaften Preisbildung bestätigen.

### 3. Vergütungsanreize in Private Equity-Strukturen

#### a) Verwaltungsvergütung und Sondervergütungen

Auch in Private Equity-Strukturen sind potentielle Agenturkonflikte aufgrund von Anreizeffekten durch Verwaltungs- und sog. Sondervergütungen zu verzeichnen. Das zentrale Strukturierungsziel ist aus Anlegersicht daher die Begrenzung von Handlungsspielräumen des Fondsmanagers zur Maximierung seines Einkommens aus Verwaltungsvergütungen.<sup>438</sup> Wesentliche Parameter der vielgestaltigen Berechnungsmodelle sind die Vergütungshöhe und die Bemessungsgrundlage der Verwaltungsvergütung.<sup>439</sup> Die Bemessungsgrundlage sollte an vertraglich begrenzte Nettokapitalwerte anknüpfen, um Risikoimplikationen eines Fremdkapitaleinsatzes auszuschließen.<sup>440</sup> Vorzugswürdig erscheinen zudem Vereinbarungen, die eine degressive Vergütungshöhe mit einem Austausch der Bemessungsgrundlage (investiertes statt gezeichnetes Kapital) nach Ablauf des Investitionszeitraums kombinieren,<sup>441</sup> wenngleich sich auch eine völlige Anreizneutralität nie ganz erreichen<sup>442</sup> lässt. Zu berücksichtigen sind zudem Anreizimplikationen aus der Einwerbung neuen Beteiligungskapitals.<sup>443</sup>

---

<sup>438</sup> Vgl. *Gottschalg/Kreuter/Phalippou*, AR 2007, 48, 51.

<sup>439</sup> Vgl. *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2309 f. (2010).

<sup>440</sup> Demgegenüber birgt als Bemessungsgrundlage der Bruttoinventarwert (*gross asset value*), der neben Kapitalbeiträgen der Anleger auch Fremdkapital berücksichtigt, die Gefahr, dass der Fondsmanager zur Maximierung seines Vergütungsanspruchs den Umfang des Verschuldungsgrades über das aus Anlegerperspektive optimale Maß erhöht, vgl. *Towers Watson*, Private Equity Report 2011, S. 13.

<sup>441</sup> Eine solche Vereinbarung könnte etwa während der fünfjährigen Investitionsperiode eine Verringerung der initialen Vergütungshöhe i.H.v. 200 Basispunkten um jährlich 25 Basispunkte vorsehen und im Anschluss an diesen Zeitraum das tatsächlich investierte anstelle des zugesagten Kapitals als Bemessungsgrundlage heranziehen, vgl. *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2310 (2010); *Gottschalg/Kreuter/Phalippou*, AR 2007, 48, 50 f.

<sup>442</sup> Einerseits böte eine konstante Bezugnahme der Vergütung auf das zugesagte Kapital Anreize zur Unterinvestition, andererseits aber die Bezugnahme auf das investierte Kapital Anreize für eine zu späte Veräußerung von Portfoliobeteiligungen.

<sup>443</sup> Eine Kapitaleinwerbung für Folgefonds erfolgt regelmäßig bereits während der Laufzeit des Erstfonds und birgt damit das Problem eines unzureichenden Arbeitseinsatzes des Fondsmanagers für die Verwaltung des Erstfonds (sog. *multi-tasking*-Problem). Die erfolgreiche Gründung eines Folgefonds erlaubt dem Fondsmanager zudem die Erzielung erheblicher Skalenerträge, da sich die operativen Kosten nicht um den gleichen Faktor erhöhen, *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 500 (1990). Diesem Aspekt kann aus Anlegersicht eine Begrenzung der Höhe der Verwaltungsvergütung durch degressive Kostenklauseln in Abhängigkeit von Vergütungen aus Folgefonds Rechnung tragen.

Vor der agenturtheoretischen Maxime einer Verringerung von Interessendivergenzen zwischen Fondsmanager und Anleger sind ferner Sondervergütungen kritisch zu betrachten.<sup>444</sup> Bei den in Private Equity-Transaktionen häufig von Portfoliogesellschaften an die Verwaltungsgesellschaft des Fondsmanagers gezahlten Transaktionsgebühren handelt es sich dem Grunde nach um Zusatzvergütungen für Leistungen, die einer transaktionsbasierten Anlagestrategie stets immanent sind. Gleiches gilt für Gebühren, die der Fondsmanager für die fortlaufende Überwachung, Wahrnehmung von Organfunktionen bzw. Beratung des Portfoliounternehmens erhält. Aus der Perspektive der Begünstigten werden entsprechende Sondervergütungen mit dem Aufwand einer Unternehmenstransaktion bzw. den wertsteigernden Effekten von Transformationsmaßnahmen in Portfoliobeteiligungen gerechtfertigt und können ferner administrative Vorteile<sup>445</sup> bieten. Vor dem Hintergrund des Agenturkonflikts zwischen Anleger und Fondsmanager begegnen entsprechende Vereinbarungen indes Bedenken, da sie in hohem Maße asymmetrisch verteilte Informationen aufweisen und eine effektive Kontrolle durch die Anleger nur eingeschränkt möglich ist.<sup>446</sup> Entsprechendes gilt für Fälle der Verwaltungsdelegation an Dritte, die dem Fondsmanager zwar wirtschaftlich nahe stehen, jedoch als formal unabhängige Berater gesondert vergütete Dienstleistungen gegenüber Portfoliounternehmen erbringen.<sup>447</sup> Zudem birgt die Bemessungsgrundlage von Transaktionsvergütungen, die sich in der Regel auf das gesamte Transaktionsvolumen bezieht, einen potentiell risikoerhöhenden Anreiz zur Maximierung des verwendeten

---

<sup>444</sup> Vgl. auch *Bowden*, SEC Rede v. 06.05.2014, sub Examination Observations, Expenses („[...] violations of law or material weaknesses in controls over 50 % of the time“). Zu Erscheinungsformen sog. Sondervergütungen (z.B. sog. *transaction, monitoring, directors' bzw. advisory fees*) siehe bereits oben Kapitel I sub II. 3. a).

<sup>445</sup> Dies gilt etwa dann, wenn Sondervergütungen der Begleichung von Verwaltungskosten des Fonds dienen und damit administrativ aufwändigere Kapitalabrufe gegenüber den Anlegern entfallen.

<sup>446</sup> Aufgrund des Einflusses des Fondsmanagements in ihrer Agenturbeziehungen zu Portfoliounternehmen bergen Sondervergütungen bei unvollständiger Kontrahierung über deren Vergütungsparameter die Gefahr, dass der Fondsmanager Quasi-Renten zu Lasten der Anleger erzielt. Dabei ist auch dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Verwaltung eines Fondsvermögens im Rahmen transaktionsbasierter Anlagestrategien *per se* Akquisitions-, Desinvestitions- sowie Controllingtätigkeiten umfasst und demnach eine Vergütung für Dienstleistungen erfolgen könnte, die bereits Vertragsgegenstand der jährlich geschuldeten Verwaltungsvergütung sind; kritisch *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2319 (2010).

<sup>447</sup> Verbreitung gefunden hat etwa das Modell eines „*Operating Partners*“, der als selbständiger Unternehmensberater gegenüber Portfoliogesellschaften zwar wirtschaftlich und organisatorisch nicht in den Fondsmanager eingegliedert ist, aber in der Dienstleistungstätigkeit sowie Außerdarstellung eng mit diesem verbunden ist, vgl. *Bowden*, SEC Rede v. 06.05.2014, sub Examination Observations, Expenses; IOSCO, PE COI Report 2010, S. 16 f.

Fremdkapitalhebels.<sup>448</sup> Darüber hinaus kann es sich bei Monitoringgebühren, die an das Ergebnis eines Portfoliounternehmens anknüpfen, der Natur nach um Vergütungen für einen wirtschaftlichen Erfolg handeln, der bereits Gegenstand des Carried Interest ist.

Es sind daher aus Anlegersicht Regelungen geboten, die den Gestaltungsspielraum des Fondsmanagers in Bezug auf Sondervergütungen einschränken und diese in Beziehung zu weiteren Vergütungen setzen. Als Gestaltungsvarianten kommen entweder ein vertraglicher Ausschluss oder eine anteilige Verrechnung in Betracht. Zur Verringerung der skizzierten Agenturkonflikte erscheint eine Verpflichtung des Fondsmanagers vorzugsweise, Sondervergütungen allein für Rechnung des Fondsvermögens vereinbaren zu dürfen.<sup>449</sup> Gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass eine Vergütung im Verhältnis zwischen Fondsmanager und Portfoliounternehmen aus Anlegerperspektive lediglich einen abgekürzten Zahlungsweg einer Verwaltungsvergütung darstellt, der sich als wirtschaftlich gleichwertig und administrativ vorteilhaft darstellen kann.<sup>450</sup> Sofern daher Vereinbarungen für Rechnung des Fondsmanagers als zulässig vereinbart werden, erscheinen kautelarische Beschränkungen angezeigt, die Einkünfte aus Sondervergütungen der Höhe nach begrenzen<sup>451</sup>, diese in Bezug zu Verwaltungsvergütungen setzen und durch detaillierte Berichtspflichten<sup>452</sup> gegenüber Anlegern ergänzen.<sup>453</sup>

#### b) Carried Interest-Modelle und Hurdle Rate

Demgegenüber stehen sowohl im Rahmen regulatorischer als auch agenturtheoretischer Erwägungen Erfolgsvergütungen in Gestalt von Carried Interest-Vereinbarungen im Fokus. Implikationen für den Interessengleichlauf zwischen den Parteien bietet zunächst die Wahl des Erlösverteilungsmechanismus.<sup>454</sup> Nach Maßgabe des Gesamtbewertungsmodells erhält der Manager Carried Interest-Zahlungen erst nach einem mehrjäh-

---

<sup>448</sup> So *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 164 (2009), der darüber hinaus aufgrund der unterschiedlichen Vergütungsanteile einen Anreiz zur vermehrten Abwicklung prozentual höher vergüteter kleinerer Transaktionen vermutet.

<sup>449</sup> So ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 5: "*Transaction, monitoring, directory, advisory, exit fees, and other consideration charged by the GP should accrue to the benefit of the fund.*"

<sup>450</sup> Vgl. auch *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2319 (2010).

<sup>451</sup> Etwa durch relative Obergrenzen in Bezug auf das Transaktionsvolumen (für Transaktionsgebühren) bzw. die Bemessungsgrundlage (für Monitoringgebühren).

<sup>452</sup> IOSCO, PE COI Report 2010, S. 13.

<sup>453</sup> Siehe zur aufsichtsrechtlichen Einordnung sog. Sondervergütungen Kapitel 3 sub III. 1. c) cc).

<sup>454</sup> Siehe zu Carried Interest-Strukturen und Erlösverteilungsmechanismen bereits Kapitel 1 sub II. 3. b).

rigen Zeitraum.<sup>455</sup> Anders stellt sich das transaktionsbezogene Einzelbewertungsmodell dar, bei dem im finanzwirtschaftlichen Sinn der Ausübungszeitpunkt der Option bereits auf den ersten gewinnbringenden Exit fällt. Da diese Form der Erlösbeteiligung die Gefahr einer Überzahlung birgt, müssen ergänzende Kautelarmechnismen die endgültige Erlösverteilung nach Maßgabe des vereinbarten Verteilungsschlüssels sicherstellen. Eine solche Vereinbarung stellen Rückforderungsrechte dar, sofern die Werthaltigkeit der Ansprüche durch ergänzende Vereinbarungen gesichert ist.<sup>456</sup> Darüber hinaus sind im Einzelbewertungsmodell bei der Bestimmung der Vergütungshöhe Zinsdifferenzen zu berücksichtigen, die aus dem früheren Erlösverteilungszeitpunkt resultieren.<sup>457</sup> Das Gesamtbewertungsmodell stellt sich damit als technisch einfacher dar auf und erlaubt – abweichend vom Einzelbewertungsmodell sowie High-Water Marks in Hedgefonds – bereits *ex ante* eine Verlustpartizipation.<sup>458</sup>

Die potentiell risikoinduzierende Anreizwirkung dieser Erfolgsvergütungsmodi in Private Equity-Fonds ist aus finanzwirtschaftlicher Perspektive mit Erfolgsvergütungen in Hedgefonds weitgehend vergleichbar.<sup>459</sup> Bei einer Carried Interest-Vergütung des Managers, die als disquotale Ergebnisbeteiligung an das Überschreiten einer Mindestverzinsung (Hurdle Rate) geknüpft ist, handelt es sich um ein Portfolio von Kaufoptionen, deren Emittenten die Fondsanleger sind.<sup>460</sup> Die Laufzeit der Kaufoptionen entspricht im Gesamtbewertungsmodell der Fondslaufzeit und den Ausübungspreis bestimmt die Hurdle Rate.<sup>461</sup> Da der Wert der Optionen von der Volatilität der durch den Manager verwalteten Beteiligungen abhängt, könnte dieser Anreizen zur Eingehung überhöhter

---

<sup>455</sup> Vgl. ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 4.

<sup>456</sup> Vgl. ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 16 f.; siehe dazu schon Kapitel 1 sub II. 3. b).

<sup>457</sup> Nachteile für Anleger können sich im Kontext des Einzeltransaktionsmodells jedoch im Rückzahlungsfall aus dem Umstand ergeben, dass der Fondsmanager durch die frühzeitige Auszahlung einen ungerechtfertigten Zinsvorteil erhält und der Rückzahlungsanspruch durch eine Freistellung des Rückzahlungsverpflichteten von Steuerbelastungen geschmälert werden kann, vgl. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 163 (2009). Bei dem nach Maßgabe des Einzelbewertungsmodells durch den Fondsmanager vereinnahmten Zinsvorteil gegenüber dem Gesamtbewertungsmodell, der aus der früheren Erlösverteilungszeitpunkt resultiert, handelt es sich um einen in der Literatur bislang wenig diskutierten Vergütungsaspekt. *Litvak*, 76 U. Chi. L. Rev. 161, 179 ff. (2009) beziffert diesen als zinsloses Darlehen bezeichneten Vorteil auf einen Umfang, der etwa einer Erhöhung der Verwaltungsvergütung von 2,0 % auf 2,5 % p.a. bzw. des Carried Interest von 20 % auf 25 % p.a. entspricht.

<sup>458</sup> Nach IOSCO, PE COI Report 2010, S. 10 ist es daher als vorzugswürdiges Modell zu bewerten.

<sup>459</sup> Siehe zur Einordnung der *performance fee* in Hedgefonds bereits oben sub 2. b) aa).

<sup>460</sup> Vgl. bereits *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 496 ff. (1990).

<sup>461</sup> *Sahlmann*, 27 J. Fin. Econ. 473, 496 (1990).

Risiken unterliegen.<sup>462</sup> Auch in Private Equity-Fonds erscheint vor allem fraglich, ob der optionsartige Vergütungsanreiz den Fondsmanager in Phasen unterdurchschnittlicher Wertentwicklungen des Fondsportfolios zu übermäßigem Risikohandeln motiviert. Wurde die vereinbarte Hurdle Rate nicht erreicht, könnte er geneigt sein, durch eine übermäßige Erhöhung der Portfoliorisiken zu Lasten der Anleger seine Optionen „in das Geld“ zu bringen.<sup>463</sup>

Weder aus modellhafter noch aus empirischer Perspektive sind jedoch – dem Befund in Hedgefonds vergleichbar – vergütungsinduzierte Fehlanreize zu übermäßigem Risikohandeln zu erkennen. Ursachen dieses Befunds können etwa in dem Zusammenspiel einer Vielzahl risikomoderierender Anlagerestriktionen und Anreizwirkungen aufgrund der besonders reputationssensitiven Vertriebsituation von Private Equity-Fonds<sup>464</sup> liegen. In modellhafter Herleitung wird die in Gestalt von Carried Interest verbreitete Form von Erfolgsvergütungen grundsätzlich als effizienter Anreizvertrag bewertet.<sup>465</sup> Im Vergleich der unterschiedlichen Erlösverteilungsmechanismen werden zwar modelltheoretisch höhere Risikoanreize des Einzelbewertungsmodells gegenüber dem Gesamtbewertungsmodell hergeleitet, diese gehen empirisch zugleich aber mit höheren Nettoerträgen der Anleger einher.<sup>466</sup> Demgegenüber erscheint eine substantielle Eigenbeteiligung des Fondsmanagers an dem von ihm verwalteten Fonds zwar aus agenturtheoretischer Sicht vorteilhaft,<sup>467</sup> jedoch lässt sich eine damit verbundene Risikoverringerung bzw. Ertragsverbesserung empirisch nicht absichern<sup>468</sup>. Eine potentielle Quelle opportunistischen Verhaltens bieten allerdings Direktbeteiligungen des Fondsmanagers

---

<sup>462</sup> Vgl. *Ewens/Jones/Rhodes-Kropf*, 26 Rev. Fin. Stud. 1854, 1880 ff. (2013).

<sup>463</sup> In Private Equity-Strategien kann eine solche Risikoerhöhung entweder durch die Erhöhung des Leverage, die Investition in wirtschaftlich schwächere Zielunternehmen, eine erhöhte Portfoliokonzentration oder eine Kombinationen dieser Elemente erfolgen.

<sup>464</sup> Siehe zu Reputationseffekten als Anreizmechanismus bereits oben sub 2. b) aa).

<sup>465</sup> Vgl. *Axelsson/Strömberg/Weisbach*, 64 J. Fin. 1549, 1570 f. (2009).

<sup>466</sup> Vgl. für eine modellhafte Herleitung *Hüther*, *Delegated Portfolio Management*, S. 45 ff. und S. 71 f. Die auch empirisch belegten besseren Ergebnisse von Fonds, die das Gesamtbewertungsmodell verwenden, sind jedoch nicht zwingend kausal auf das Vergütungsmodell zurückzuführen, da sich dessen Verwendung auch als bloße Folge einer infolge guter vergangener Ergebnisse größeren Verhandlungsmacht des Fondsmanagers darstellen kann, *Hüther*, a.a.O., S. 38 f.

<sup>467</sup> Vgl. ILPA, *PE Principles 2.0* (2011), S. 6; *Afyonoğlu*, in: *Baker/Filbeck* (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 66.

<sup>468</sup> Vgl. *Robinson/Sensoy*, 26 Rev. Fin. Stud. 2760, 2793 ff. (2013).

an Portfoliounternehmen.<sup>469</sup> Für diesen Fall ist sicherzustellen, dass potentielle Interessenkonflikte aufgrund von Informationsvorteilen des Managers<sup>470</sup> durch eine Gleichbehandlungspflicht<sup>471</sup> minimiert und durch Informationsrechte und Zustimmungsvorbehalte der Anleger abgesichert werden.

### c) Systematische Risiken und Vergütungshöhe

Demgegenüber steht in der ökonomischen Diskussion um Vergütungsstrukturen in Private Equity-Fonds – ebenso wie in Hedgefonds – weniger übermäßiges Risikohandeln, als vielmehr die Identifikation von Renditefaktoren im Fokus. Die langfristige Wertentwicklung, Diversifikationseigenschaften und Risikofaktoren von Private Equity-Fonds sind zunehmend Gegenstand empirischer Untersuchungen.<sup>472</sup> Insbesondere stellen bei Private Equity-Strategien im weitesten Sinne, die als „*long-only*“-Strategien keine marktneutralen Erträge erzielen, die Korrelationen mit Aktienmarktrenditen einen zentralen Aspekt dar.<sup>473</sup> Im Vergleich zu der bereits für Hedgefonds schwierigen Datenlage begegnet die Quantifizierung der Risikofaktoren zur Differenzierung zwischen systematischen Risiken (Beta) und Managertalent (Alpha) hier jedoch noch größeren Herausforderungen, die vor allem der Illiquidität der Beteiligungen und Fondsanteile<sup>474</sup> und

---

<sup>469</sup> Ungeachtet der *prima facie* zu vermutenden Vorteile für Anleger lassen empirische Erhebungen differenziertere Renditeimplikationen erkennen, vgl. *Fang/Ivashina/Lerner*, 116 J. Fin. Econ. 160, 165 ff. (2015), die für Co-Investments im Vergleich zu allgemeinen Marktrenditen zwar höhere, gegenüber Buyout-Fonds jedoch niedrigere Renditen ermitteln.

<sup>470</sup> Dieser kann aufgrund besserer Informiertheit etwa vorteilhaftere Konditionen eigener Direktbeteiligungen an einem Portfoliounternehmen vereinbaren oder diese selektiv nur in besonders erfolgversprechenden Transaktionen eingehen und damit ein vom Gesamtportfolio abweichendes Risikoprofil anstreben.

<sup>471</sup> Beteiligungen des Managers müssen demnach zu den gleichen Bedingungen wie solche des Fonds erfolgen, vgl. IOSCO, PE COI Report 2010, S. 15; EVCA, Handbook 2012, S. 20 f. Aufgrund der mit Eigenbeteiligungen grundsätzlich positiv assoziierten Anreizwirkungen erscheint eine eingeschränkte Zulässigkeit gegenüber einem Verbot vorzugswürdig, vgl. aber für ein vollständiges Verbot ILPA, PE Principles 2.0 (2011), S. 6.

<sup>472</sup> Vgl. überblicksartig *Kaserer/Stucke*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 323 ff.; *Phalippou*, in: Cumming (Hrsg.), *Private Equity*, S. 257 ff.

<sup>473</sup> Aufgrund der Korrelation realwirtschaftlicher Anlagestrategien mit allgemeinen Konjunkturentwicklungen werden Private Equity-Fonds in Rankings nach Jahrgängen zusammengefasst und anhand des Ertrags vergrößernd nach Quantilen (z.B. Top-Quartil-Fonds) unterschieden. Der Fondsjahrgang (sog. *vintage year*) ist definiert als das Jahr der ersten Beteiligungstransaktion, *Harris/Jenkinson/Kaplan*, 69 J. Fin. 1851, 1855 (2014); anders hingegen *Ljungqvist/Richardson*, NBER Working Paper 2003, S. 7, die auf das Jahr des Einwerbens der Kapitalbeiträge abstellen. Vgl. zur Ertragsklassifizierung *Cendrowski/Wadecki*, in: *Cendrowski/Martin/Petro/Wadecki* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 132; kritisch zur Aussagekraft der verbreiteten „Top-Quartil“-Klassifizierung *Harris/Jenkinson/Stucke*, 24 J. App. Corp. Fin. 77 ff. (2012).

<sup>474</sup> Vgl. zur Wertentwicklung börsennotierter PE-Fonds *Kaserer/Lahr/Liebhardt/Mattler*, 28 J. Fin.

deren unregelmäßiger Bewertung<sup>475</sup> zuzuschreiben ist. Die niedrige Bewertungsfrequenz in Private Equity-Fonds drückt sich in einer im Vergleich zu Marktpreisen niedrigeren Volatilität des Anteilswerts<sup>476</sup> aus und birgt zudem die Gefahr der Glättung bzw. Manipulation durch den Fondsmanager<sup>477</sup>. Mangels verfügbarer Marktpreise ist das systematische Risiko illiquider Beteiligungen nicht ohne weiteres bestimmbar, sodass unterschiedliche Surrogatansätze diskutiert werden (sog. Beta-Proxy).<sup>478</sup> Zunehmend wird dabei versucht, Wertentwicklungen nicht nur anhand der etablierten Kennziffern IRR und Multiplikator auszudrücken, sondern durch eine zeitkontingente Marktäquivalenzkennziffer vergleichbar zu machen.<sup>479</sup>

Für eine Untersuchung der Wertsteigerungseffekte von Private Equity-Investitionen ist aufgrund der Gebührenbelastung des Fondsmanagements zunächst zwischen der Beteiligungs- und der Fondsebene zu unterscheiden. Bereits über Ausmaß und Dauer der langfristigen Auswirkungen von Buyout-Transaktionen auf die operative Ertragskraft von Portfoliounternehmen besteht in der Literatur keine Einigkeit.<sup>480</sup> Umstritten ist aber vor allem die aus Anlegerperspektive maßgebliche Eigenschaft der Anlageklasse Private Equity, durch Managertalent als Wertsteigerungsfaktor Netto-Überrenditen im Verhältnis zum Aktienmarkt zu erzielen. Während einige Untersuchungen zwar langfristige Mehrerträge konstatieren und statistisch signifikantes Alpha damit zumindest im-

---

Tran. 87 ff. (2010).

<sup>475</sup> Vgl. Kaserer/Stucke, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 324.

<sup>476</sup> Zu den Folgen der Bewertungsfrequenz in Private Equity-Fonds (sog. *stale pricing problem*) vgl. Kaserer/Stucke, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 325.; in Bezug auf offene Immobilienfonds Anson/Chambers/Black/Kazemi, *CAIA Handbook*, S. 275.

<sup>477</sup> Vgl. Kaserer/Wagner/Achleitner, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (Hrsg.), *Risk Management*, S. 262; zu weiteren möglichen Ursachen von Verzerrungen Harris/Jenkinson/Kaplan, 69 *J. Fin.* 1851 ff. (2014).

<sup>478</sup> Vgl. Kaserer/Wagner/Achleitner, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (Hrsg.), *Risk Management*, S. 261 ff.; Diller/Kaserer, 15 *EFM* 643, 670 ff. (2009); Driessen/Lin/Phalippou, 47 *J. Fin. & Quant. An.* 511 ff. (2012) ziehen Cashflows als zentralen Parameter heran; Buchner/Stucke, Working Paper 2014, S. 7 ff.; die Zuverlässigkeit dieser Ansätze bezweifeln indes Zeugner/Göb/Knoll, *ZBB* 2013, 39 ff.

<sup>479</sup> Vgl. zur Methodik dieser Marktäquivalenzkennziffer (*public market equivalent*) Kaplan/Schoar, 60 *J. Fin.* 1791, 1797 ff. (2005); daran anknüpfend Harris/Jenkinson/Kaplan, 69 *J. Fin.* 1851, 1862 ff. (2014); Robinson/Sensoy, 26 *Rev. Fin. Stud.* 2760, 2763 (2013).

<sup>480</sup> Vgl. grundlegend Jensen, 67 *Harv. Bus. Rev.* 61 ff. (1989), der die konzentrierte Eigentumsituation sowie die disziplinierende Wirkung hoher Fremdkapitalbelastung als positive Effekte herausstellt; dies bestätigend Smith, 27 *J. Fin. Econ.* 143 ff. (1990); Lichtenberg/Siegel, 27 *J. Fin. Econ.* 165 ff. (1990); Cochrane, 75 *J. Fin. Econ.* 3, 47 ff. (2005) für VC-Investments; Lerner/Sørensen/Strömberg, 66 *J. Fin.* 445 ff. (2011) stellen anhand von Patentierungen erhöhte Innovationsfähigkeit fest; anders hingegen in der jüngeren Literatur Leslie/Oyer, Working Paper 2009, S. 20 f.; Guo/Hotchkiss/Song, 66 *J. Fin.* 479, 503 ff. (2011) schreiben nur 22,9 % der Wertsteigerungen in Buyout-Transaktionen operativen Ertragskraftsteigerungen und weitere 17,7 % erhöhten Bewertungsmultiplikatoren zu.

plizieren<sup>481</sup>, stellen andere Analysen dies in Bezug auf die durchschnittlichen Branchen-  
erträge in Abrede.<sup>482</sup> Aufgrund des erheblichen Fremdkapitaleinsatzes werden insbe-  
sondere höhere systematische Risiken im Vergleich zu Aktienmarktanlagen identifi-  
ziert.<sup>483</sup> Erzielte Marktüberrenditen werden etwa mit fremdkapitalinduzierten Rendite-  
hebel-<sup>484</sup> bzw. Steuereffekten<sup>485</sup> oder den besonderen Liquiditätseigenschaften der Be-  
teiligungsstruktur<sup>486</sup> erklärt. Als weitere empirisch signifikante Faktoren werden die  
fachliche Expertise des Fondsmanagers<sup>487</sup>, dessen Fähigkeit zur Auswahl optimaler In-  
vestitionszeitpunkte (*market timing*)<sup>488</sup> sowie die Höhe der Kapitalzuflüsse in die Bran-  
che<sup>489</sup> identifiziert. Anders als für Wertpapier- oder Hedgefonds wird bei Private Equi-

---

<sup>481</sup> Vgl. *Ljungqvist/Richardson*, NBER Working Paper 2003, S. 14 ff. deren Befund einer Überrendite von 5 bis 8 % p.a. indes auf einer Auswertung von nur 73 Fonds im Zeitraum 1981 bis 1993 fußt; *Kaplan/Schoar*, 60 J. Fin. 1791, 1799 ff. (2005) stellen in einer Untersuchung von 746 Private Equity-Fonds im Zeitraum 1985–2001 eine kapitalgewichtete Überrendite von 5 % p.a. in Relation zu einer Vergleichsanlage im S&P 500-Aktienmarktindex fest, wobei VC-Fonds höhere Erträge als Buyout-Fonds aufweisen; *Harris/Jenkinson/Kaplan*, 69 J. Fin. 1851, 1880 f. (2014) identifizieren für Buyout-Fonds eine Überrendite von 3 % p.a.

<sup>482</sup> Vgl. *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1763 ff. (2009), die für eine Stichprobe von 852 liquidierten Buyout- und VC-Fonds zwar eine Brutto-Marktüberrendite gegenüber dem S&P 500 i.H.v. ca. 3 % p.a., nach Abzug aller Gebühren indes einen Minderertrag in entsprechender Höhe feststellen; *Franzoni/Nowak/Phalippou*, 67 J. Fin. 2341, 2370 ff. (2012), die in einer den Zeitraum 1975–2005 umfassenden Auswertung von 4.403 liquidierten Einzelinvestments der CEPRES-Datenbank den Großteil der Überrenditen der Übernahme von Liquiditätsrisiken zuordnen und nach Abzug dieses systematischen Risikofaktors kein statistisch signifikantes Alpha feststellen; *Driessen/Lin/Phalippou*, 47 J. Fin. & Quant. An. 511, 527 ff. (2012) stellen für VC-Fonds ein negatives Alpha von -12 % p.a. fest; *Phalippou*, Working Paper 2012, S. 21 f. hält als Vergleichsindex für Buyout-Fonds einen Small-Cap-Index für vorzugswürdig und stellt demgegenüber eine Minderrendite von ca. -3 % p.a. fest; *Ewens/Jones/Rhodes-Kropf*, 26 Rev. Fin. Stud. 1854 f. (2013) sowie *Harris/Jenkinson/Kaplan*, 69 J. Fin. 1851, 1880 f. (2014) identifizieren für VC-Fonds geringe Mindererträge.

<sup>483</sup> Vgl. *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1749 (2009); *Driessen/Lin/Phalippou*, 47 J. Fin. & Quant. An. 511, 527 ff. (2012).

<sup>484</sup> *Acharya/Gottschalg/Hahn/Kehoe*, 26 Rev. Fin. Stud. 368, 370 (2013) bringen hierfür 50 % der Wertsteigerungen in Buyout-Transaktionen in Ansatz; *Kaserer*, CEFS Working Paper 2011-01, S. 6 beziffert Fremdkapitaleffekte mit ca. einem Drittel des Ertrags; *Achleitner/Figge*, 20 EFM 406, 419 ff. (2014) machen ferner in sog. Secondary Buyouts bei vergleichbarer Ertragsstärke zu sog. Primary Buyouts einen um ca. 30 % erhöhten Leveragegrad aus.

<sup>485</sup> Vgl. bereits *Kaplan*, 44 J. Fin. 611 ff. (1989); *Guo/Hotchkiss/Song*, 66 J. Fin. 479, 508 f. (2011) beziffern den Anteil von Steuereffekten an der gesamten Unternehmenswertsteigerung mit 33,8 %; *Kaplan/Strömberg*, 23 J. Econ. Persp. 121, 134 f. (2009) betonen indes die Schwierigkeit einer zuverlässigen Berechnung steuerlicher Effekte.

<sup>486</sup> Vgl. *Franzoni/Nowak/Phalippou*, 67 J. Fin. 2341, 2370 ff. (2012); ähnlich auch *Lerner/Schoar*, 72 J. Fin. Econ. 3, 21 ff. (2004), die mit zunehmender Dauer der Marktzugehörigkeit des Fondsmanagers abnehmende Restriktionen der Investoren für Anteilsübertragungen feststellen.

<sup>487</sup> Vgl. *Acharya/Gottschalg/Hahn/Kehoe*, 26 Rev. Fin. Stud. 368, 392 ff. (2013).

<sup>488</sup> Vgl. *Schmidt/Nowak/Knigge*, 16 J. Fin. Tran. 123 ff. (2006); anders aber *Diller/Kaserer*, 15 EFM 643, 648 ff. (2009).

<sup>489</sup> *Gompers/Lerner*, 55 J. Fin. Econ. 281, 294 ff. (2000) identifizieren für VC-Fonds einen Zusammen-

ty-Fondsmanagern indes eine signifikante Performance-Persistenz identifiziert, d.h. die Fähigkeit mancher Manager zur dauerhaften Erzielung von Überrenditen bestätigt.<sup>490</sup>

Diese zunehmende finanzwirtschaftliche Durchdringung der Werttreiber und Risikofaktoren von Private Equity-Investments erlaubt, Folgerungen für die Ausgestaltung der Vergütungsstruktur abzuleiten, die Art und Ausmaß des Vermögenstransfers zwischen Anleger und Manager bestimmt. Die abgezinste Summe sämtlicher künftiger Vergütungsansprüche eines Private Equity-Fondsmanagers in Bezug auf den Nettobarwert der Kapitalzusagen der Investoren ist dabei als erheblich zu bewerten,<sup>491</sup> wobei durchschnittlich fixe Vergütungselemente einen höheren Anteil des Gesamtgebührenaufkommens ausmachen.<sup>492</sup> In institutionenökonomischer Terminologie deuten diese Daten in Zusammenschau mit den erheblichen Renditeunterschieden vor und nach Gebühren auf eine Vereinnahmung hoher Renten durch den Fondsmanager hin. Gleichwohl lassen empirische Ergebnisse – anders als für Wertpapierfonds – nicht den naheliegenden Schluss zu, dass ein höheres Gebührenniveau unmittelbar mit niedrigeren Nettoergebnissen korreliert ist.<sup>493</sup>

Im Kontext von Carried Interest-Vereinbarung ist zudem die Hurdle Rate in den Blick zu nehmen, die als Ausübungspreis der Kaufoption des Managers diesem zunächst ei-

---

hang zwischen Kapitalzuflüssen und Wertentwicklung („*money chasing deals*“), demzufolge steigende Fondsvolumina erhöhte Transaktionsbewertungen und damit niedrigere Fondserträge bedingen; dies bestätigend für Buyout-Fonds *Diller/Kaserer*, 15 EFM 643, 659 ff. (2009); anders aber *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1771 (2009).

<sup>490</sup> Vgl. *Kaplan/Schoar*, 60 J. Fin. 1791, 1805 ff. (2005); *Diller/Kaserer*, 15 EFM 643, 667 ff. (2009); *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1770 ff. (2009); *Acharya/Gottschalg/Hahn/Kehoe*, 26 Rev. Fin. Stud. 368, 397 f. (2013) schreiben Überrenditen erfahrener Sponsoren jedenfalls anteilig Humankapitalfaktoren zu.

<sup>491</sup> *Gompers/Lerner*, 51 J. Fin. Econ. 3, 14 ff. (1999) bringen für VC-Fonds ca. 16 bis 19 % des NPV in Ansatz; *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1765 f. (2009) beziffern die Gesamtgebührenbelastung in Private Equity-Fonds auf 25 % des investierten Kapitals; *Metrick/Yasuda*, 23 Rev. Fin. Stud. 2303, 2327 f. (2010) bestimmen den Nettobarwert aller Vergütungen ökonometrisch auf ca. 22 % des zugesagten Kapitals für VC-Fonds bzw. ca. 18 % für Buyout-Fonds; vgl. *Najar*, Working Paper 2014, S. 11 ff. für ein Optionspreismodell auf Grundlage einer Monte-Carlo-Simulation. *Phalippou*, 23 J. Econ. Persp. 147, 152 ff. (2009) zufolge reduziert die Gesamtgebührenbelastung eines modellhaften PE-Fonds die durchschnittliche IRR von 17,64 % p.a. brutto auf 10,83 % p.a. netto (bzw. der Multiple von 2,26 auf 1,68), sodass sich die Gebührenbelastung als „exzessiv“ darstelle und ein unzureichendes Verständnis der „opaken“ Gebührenstruktur seitens professioneller Investoren zu vermuten sei.

<sup>492</sup> *Phalippou/Gottschalg*, 22 Rev. Fin. Stud. 1747, 1765 f. (2009) zufolge macht die Verwaltungsvergütung durchschnittlich ca. zwei Drittel des Gesamtgebührenaufkommens aus.

<sup>493</sup> *Robinson/Sensoy*, 26 Rev. Fin. Stud. 2760, 2793 ff. (2013).

nen Anreiz zu erhöhter Anstrengung bieten soll.<sup>494</sup> Darüber hinaus könnte ihr auch eine Selektionsfunktion zur Differenzierung zwischen systematischen Risiken (Beta) und Überrenditen (Alpha) dergestalt zukommen, dass nur bestimmte Renditeanteile für die Gewinnbemessung herangezogen werden. Ein solches Verständnis hätte zwei bedeutende Implikationen: Zum einen wäre als Bemessungsgrundlage des Carried Interest nur der oberhalb der Hurdle Rate liegende Ertrag heranzuziehen (sog. *hard hurdle*), da es sich allein hierbei um eine echte Überrendite, also keine Kompensation für die Übernahme systematischer Risiken handelt. Zum anderen wäre die Höhe des regelmäßig mit acht Prozent p.a. zugrunde gelegten Vorzugszinses in Frage zu stellen und – empirischen Untersuchungen folgend – die tatsächliche Höhe der eingegangenen systematischen Risiken in Ansatz zu bringen.<sup>495</sup> Dabei ist der Ergebnisanteil des Managers an den dergestalt ermittelten Mehrerträgen als diskussionswürdig zu betrachten, da in Anbetracht der Bereinigung der Bemessungsgrundlage gute Gründe für die Attribution eines höheren als derzeit marktüblichen Anteils sprechen. Eine anreizsensitive Alternative zu den bislang verwendeten Vereinbarungen können ferner progressive Carried Interest-Strukturen (*ratcheted carry*) bieten, die dem Manager etwa in Abhängigkeit von dem erzielten Multiple einen höheren Ergebnisanteil gewähren.<sup>496</sup> Auch in Private Equity-Vergütungsstrukturen stehen den Vertragsparteien demnach vielfältige kautelari-sche Mechanismen zur Verfügung, um das Risikohandeln des Managers auf die Interessen der Anleger auszurichten und damit einen Interessengleichlauf zu erzielen.

### III. Einordnung und Bewertung

#### 1. Tragfähigkeit des Regulierungsziels Anlegerschutz

##### a) Bewertung vergütungsinduzierter Governance-Probleme

Eine asymmetrische Informationsverteilung ist jeder Delegationsbeziehung aufgrund

---

<sup>494</sup> Vgl. V. Fleischer, 31 J. Corp. L. 77, 95 ff. (2005).

<sup>495</sup> Franzoni/Nowak/Phalippou, 67 J. Fin. 2341, 2371 (2012) halten eine Hurdle Rate i.H.v. ca. 18 % für angemessen; Gottschalg/Kreuter/Phalippou, AR 2007, 48, 51 fordern eine flexible Vorzugsrendite durch Bindung an einen Index; Towers Watson, Private Equity Report 2011, S. 3 halten für eine marktgerechte Abbildung der systematischen Risiken auch die Verwendung von Leveraged Beta-Indizes für opportun.

<sup>496</sup> Vgl. Towers Watson, Private Equity Report 2011, S. 9, die als Beispiel eine Ergebnisbeteiligung von 10 % ab Überschreiten der Hurdle Rate, 20 % ab einem Multiple von 2x und 25 % ab einem Multiple von 3x vorschlagen.

der Spezialisierung des Agenten inhärent. Sie stellt sich damit nicht allein als ein ökonomisches Phänomen in Beziehungen zu Privatanlegern, sondern – in schwächerer Form – auch in jenen zu professionellen Anlegern dar. Die von einer weitgehenden Verhandlungspartität geprägte Kautelarpraxis in alternativen Investmentfonds lässt indes wirksame Steuerungsinstrumente erkennen, die sowohl Informationsasymmetrien verringern als auch einen Interessengleichlauf zwischen den Vertragsparteien begünstigen. Neben expliziten Mechanismen, die insbesondere auf erfolgsbezogenen Vergütungsanreizen sowie Überwachungs- und Kontrollmechanismen beruhen, spielen auch implizite Reputationsanreize eine Rolle.

Im Kontext der Vertragsbeziehungen in Hedgefonds deutet die Literatur zwar auf einen zum Teil unzureichenden Interessengleichlauf zwischen Fondsmanager und Anlegern hin. Dies resultiert aber primär aus Informationsdefiziten der Anleger, die zum einen auf unzureichende Transparenzanforderungen an Fondsmanager, zum anderen auf die noch in der Entwicklung befindliche Erforschung der Risikofaktoren und -profile von Hedgefondsstrategien zurückzuführen ist. Eine Auswertung der modelltheoretischen und empirischen Literatur zum Einfluss von Vergütungsanreizen lässt hingegen keine Zusammenhänge zwischen der Vergütungsstruktur und erhöhtem Risikohandeln von Hedgefondsmanagern erkennen.<sup>497</sup> Dabei kommen insbesondere High-Water Mark-Klauseln sowie der Einbettung des Fondsmanagers in ein multifaktorielles, nicht allein vergütungsbasiertes Anreizgeflecht eine risikoverringende Funktion zu. Der Aspekt der Angemessenheit der Vergütung ist davon sorgsam zu trennen und lässt aus Anlegersicht Anhaltspunkte für strukturelle Defizite des Interessengleichlaufs erkennen. Soweit marktübliche Gebührenvereinbarungen des Hedgefondssektors aber als überhöht zu bewerten sind, ist dies primär als ein Aspekt von Informationsdefiziten der Anleger einzuordnen, die sich in Unkenntnis freiwillig auf ein unausgewogenes synallagmatisches Verhältnis von Verwaltungsleistung und Vergütungsgegenleistung einlassen.

Vergleichbare Erwägungen gelten auch für Vergütungsstrukturen in Private Equity-Fonds im weitesten Sinne. Die in der Marktpraxis etablierten Vergütungsstrukturen lassen zwar vereinzelte Defizite des Interessengleichlaufs erkennen. Diese sind jedoch nicht von einem solchem Gewicht, das eine Annahme von Marktversagen zu begründen

---

<sup>497</sup> Siehe dazu oben sub II. 2. b) bb).

vermag. Vielmehr ist ein intensiver Wettbewerb verschiedener vertraglicher Regelungsansätze zu verzeichnen, der infolge einer zunehmenden Durchdringung der Wechselwirkungen der unterschiedlichen Vertragsparameter zueinander eine Annäherung an strukturell optimale Vergütungssysteme erwarten lässt. Vor dem Hintergrund des gegenwärtigen ökonomischen Erkenntnisstands ist indes hervorzuheben, dass sich die Identifikation und Zuordnung der verschiedenen Risikofaktoren von Private Equity-Strategien sowohl aus empirischer als auch aus modellhafter Perspektive ungleich schwieriger als im Kontext von Wertpapiermärkten darstellt.

Anhaltspunkte für die Eingehung übermäßiger Risiken aufgrund erfolgsbasierter Vergütungsanreize des Fondsmanagers sind der ökonomischen Literatur demnach bislang nicht zu entnehmen.<sup>498</sup> Etwas anderes gilt hingegen hinsichtlich der Höhe des Vergütungsniveaus, das im Verhältnis zu den branchenweit durchschnittlich erzielten Erträgen alternativer Investmentfonds auf Defizite des Interessengleichlaufs hindeuten könnte. Dieser Aspekt betrifft jedoch nicht primär die Vergütungsstruktur, sondern vielmehr Überwachungsmechanismen der Fondsberichterstattung durch Ertrags- und Risikokennzahlen. Zwar erscheint es nicht abwegig, einen Grund für die Höhe des Vergütungsniveaus auch im Umfang und Detailgrad der Gebührenstrukturen zu suchen. Vereinzelt Stimmen bezichtigen Fondsmanager sogar, durch die Gestaltung der Vergütungsklauseln bewusst eine sog. Preisverschleierung (*price shrouding*) zu verfolgen.<sup>499</sup> Ansätze zur Untersuchung von Wettbewerbsstörungen auf dem Markt für Finanzdienstleistungen für Privatkunden<sup>500</sup> erscheinen daher prinzipiell auch auf den institutionellen Markt übertragbar<sup>501</sup>.

Zunächst obliegt es jedoch dem professionellen Anleger, den Manager auf die Übermittlung der für eine eingehende Risiko- und Ergebnismessung notwendigen Informationen zu verpflichten und sich selbst der vielfältigen Methoden der risikoorientierten Perfor-

---

<sup>498</sup> Die Vielfältigkeit der Anreizbeziehungen erschwert es gleichwohl erheblich, eine optimale Lösung modellhaft zu bestimmen. Die Präzisierung der Zusammenhänge zwischen Vergütungen und Risiken auf empirischem Wege begegnet zudem aufgrund einer eingeschränkten Verfügbarkeit aussagekräftiger Daten Restriktionen.

<sup>499</sup> Vgl. *Morris/Phalippou*, 12 J. Corp. L. Stud. 59, 73 ff. (2012) zu Private Equity-Fonds.

<sup>500</sup> Vgl. modellhaft *Carlin*, 91 J. Fin. Econ. 278, 280 ff. (2009).

<sup>501</sup> Vgl. *Morris/Phalippou*, 12 J. Corp. L. Stud. 59, 69 ff. (2012); *Litvak*, 76 U. Chi. L. Rev. 161, 175 ff. (2009), die einen solchen Effekt zwar für Erlösverteilungspräferenzen in Carried Interest-Vereinbarungen für möglich hält, hinsichtlich Verwaltungsvergütungen aber widerlegt.

manceanalyse zu bedienen, um daran anknüpfend die Angemessenheit der für die Verwaltungsleistung entrichteten Vergütung zu beurteilen. Die eigentlichen Schwierigkeiten in der Gestaltung optimaler Vergütungsverträge sind daher nicht juristischer, sondern finanzmathematischer Natur. Sie liegen in der ökonomisch intensiv diskutierten Frage der Zuordnung von Risikofaktoren und -prämien, anhand derer erst das durch eine Erfolgsvergütung entlohnte „Talent“ eines Fondsmanagers – d.h. seine als Alpha bezeichnete Wertschöpfung – bestimmt werden kann.<sup>502</sup>

#### b) Umfang und Grenzen eines staatlichen Regulierungsauftrags

Die Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Vergütungsstrukturen und Risikohandeln von Fondsmanagern in alternativen Investmentfonds lässt kein Marktversagen erkennen. Im Sinne der ökonomischen Regulierungstheorie ist damit bereits die notwendige Bedingung eines staatlichen Eingriffs nicht erfüllt. Selbst wenn man aber einen Regulierungsbedarf in Bezug auf Vergütungsstrukturen alternativer Investmentfonds konstatiert,<sup>503</sup> erscheint doch fraglich, ob regulatorische Vorgaben tatsächlich eine Verbesserung des *status quo* herbeiführen können und damit die hinreichende Bedingung eines Markteingriffs erfüllen.<sup>504</sup> Die agenturtheoretische Betrachtung der Vertragsbeziehungen lässt erkennen, dass die Gestaltung optimaler (effizienter) Anreizverträge in Delegationsbeziehungen bereits einen anspruchsvollen Untersuchungsgegenstand darstellt. Im Kontext alternativer Kapitalanlagestrukturen wird diese Aufgabe durch die Einbeziehung finanzwirtschaftlicher Erkenntnisse und die Berücksichtigung weiterer, nicht-vergütungsbezogener Anreizmechanismen gleichsam potenziert. Es darf angesichts dieser vielfältigen, ökonomisch nicht abschließend geklärten Wechselwirkungen bezweifelt werden, dass materielle Regulierungsanforderungen an die Vergütungsstruktur einen erkennbaren Nutzen bringen.<sup>505</sup>

Die vorgenannten Erwägungen gelten entsprechend für regulatorische Informationspflichten des Fondsmanagers gegenüber den Anlegern, mittels derer Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien verringert werden sollen (sog. Informations-

---

<sup>502</sup> Vgl. *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*, Bd. 1, S. 70.

<sup>503</sup> So wohl in Bezug auf Vergütungsstrukturen *Engert*, ZBB 2014, 108, 123.

<sup>504</sup> Siehe zu den ökonomischen Bedingungen für Regulierungseingriffe bereits oben sub I. 1) a) bb).

<sup>505</sup> So auch *Engert*, ZBB 2014, 108, 123, der „erhebliche Skepsis“ hat, „ob dies zu mehr als einem Stochern im Nebel führt“.

modell)<sup>506</sup>. Zwar greifen Einwände hinsichtlich der Effektivität dieses Regulierungsansatzes wegen kognitiver Verzerrungen in Beziehungen zu professionellen Anlegern weniger durch als bei Privatanlegern.<sup>507</sup> Bereits zweifelhaft erscheint aber, ob identifizierte Marktdefizite angesichts der Professionalität der Anleger von solchem Gewicht sind, dass sie als Marktversagen qualifizieren. Ferner ist angesichts der Heterogenität der Anlagestrategien alternativer Investmentfonds und der daraus folgenden Anforderungen an eine in hohem Maße individualisierte Berichterstattung nicht ersichtlich, dass standardisierte regulatorische Berichtspflichten gegenüber privatautonomen Vereinbarungen zu einem effizienterem Ergebnis führen.

## 2. Tragfähigkeit marktbezogener Regulierungsziele

### a) Regulatorische Konsequenzen aus Finanzmarktstabilitätrisiken

Bedenken gegenüber dem regulatorischen Ansatz sind erst recht unter dem Aspekt der Begrenzung systemischer Risiken angezeigt. Regulatorisches Handeln sollte – soweit verfügbar – auf einer belastbaren Datengrundlage und ökonomischer Evidenz beruhen.<sup>508</sup> Ein Zusammenhang zwischen den Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds und systemischen Risiken ist aber – soweit ersichtlich – bislang noch nicht aufgezeigt worden.<sup>509</sup> Aufgrund der erheblichen empirischen Ungewissheiten stellt sich das Regulierungsziel Finanzmarktstabilität damit nicht als plausible Begründung für konkrete regulatorische Maßnahmen in Bezug auf die Vergütungsstrukturen in alternativen Investmentfonds dar. Anhaltspunkte, die einen Verursachungsbeitrag falscher oder überhöhter Vergütungsanreize dieses Sektors zur Begründung systemischer Risiken be-

---

<sup>506</sup> Vgl. zum sog. Informationsmodell als kapitalmarktrechtliches Leitmotiv *Koch*, BKR 2012, 485, 491 ff.; *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 70; *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349, 350 ff.; *Langenbacher*, ZHR 177 (2013), 679, 680 ff.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 184 ff.

<sup>507</sup> Neuere regulatorische Bestrebungen für den Vertrieb von Finanzprodukten an Privatanleger zielen darauf ab, das aufgrund von Erkenntnissen der *behavioral finance* als begrenzt geeignet bewertete Informationsmodell um strengere Vorgaben für die Produktregulierung (sog. *product governance*) zu ergänzen, vgl. *Lange*, DB 2014, 1723, 1724 ff.; siehe zu der Differenzierung im Regulierungsleitbild zwischen privaten und institutionellen Anlegern bereits oben sub I. 1. b) aa).

<sup>508</sup> Vgl. *Paredes*, Rede v. 08.06.2011 („*Regulatory decision making should be supported by data, to the extent available, and economic analysis.*“); so auch *Lo*, 1 J. Fin. Econ. Pol. 4, 12 f. (2009).

<sup>509</sup> Vgl. *Mülbert/Citlau*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *European Financial Market*, S. 299 („*It is an open question, however, if market frenzies related to any asset are related to aggregate approaches to incentive structures [...]*“).

legen bzw. plausibel erscheinen lassen, sind bislang nicht ersichtlich.<sup>510</sup>

Eine tragfähige Analyse der systemischen Risikoeffekte alternativer Investmentfonds stellt auch besondere Herausforderung an die Qualität von Modellen und Daten.<sup>511</sup> Bestehenden Hedgefonds-Datenbanken, auf die sich die bisherige ökonomische Forschung in Ermangelung offizieller Datenquellen stützte, wird aufgrund der Freiwilligkeit der Angaben indes nur eine begrenzte Aussagekraft attestiert.<sup>512</sup> Als Fehlerquellen sind insbesondere Verzerrungen durch fehlende Berichterstattung schlechter Wertentwicklungen in frühen bzw. späteren Phasen der Fondslaufzeit identifiziert.<sup>513</sup> Zudem werden erhebliche Verzerrungen durch nachträgliche Veränderungen von Berichtszahlen verzeichnet.<sup>514</sup>

Aus diesen Marktdefiziten lässt sich zwar ein Argument für regulatorische Meldepflichten ableiten,<sup>515</sup> auf deren Grundlage weitergehende Analysen fußen können. Für eine darüber hinausgehende öffentliche Vergütungstransparenz ist eine plausible Begründung indes nicht ersichtlich. Zweifelhaft ist bereits, ob vergütungsinduziertes Risikohandeln des Managers eines alternativen Investmentfonds über die Interessen der Anleger hinaus überhaupt Rechtsgüter der Allgemeinheit berührt. Erst recht aber erschiene der Informationswert einer Offenlegung sowohl abstrakter Angaben über das Vergütungssystem als auch konkreter Informationen über individuelle Bezüge für die Beurteilung systemischer Risikoeffekte eines AIF angesichts der vielfältigen Wechselwirkungen der unterschiedlichen Anreizmechanismen überaus fraglich. Vielmehr droht eine öffentliche Bekanntmachung hoher Individualbezüge aufgrund der zu erwartenden medialen Beachtung eine faktische Prangerwirkung ohne erkennbaren Nutzen für die betroffenen Ver-

---

<sup>510</sup> So auch FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017, S. 3.

<sup>511</sup> Vgl. für einen Überblick zur stark wachsenden ökonomischen Literatur zu Methoden der Quantifizierbarkeit systemischer Risiken *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 527 f.

<sup>512</sup> Vgl. zu der Verzerrung durch die Freiwilligkeit der Angaben (*self-selection bias*) *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 479; *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 534.

<sup>513</sup> Vgl. zu den Datenverzerrungen in frühen Phasen (*backfilling bias*) bzw. in späteren Phasen (*survivorship bias*) *Lhabitant*, *Hedge Funds*, S. 479 ff.; *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 534; zu den Folgen für Hedgefonds-Indizes *Kaiser*, *Hedgefonds*, S. 198 ff.

<sup>514</sup> *Patton/Ramadorai/Streatfield*, Working Paper 2013, S. 9 berichten, dass 45 % der gelisteten Fonds mindestens einmal nachträgliche Veränderungen der Berichtszahlen von mindestens einem Basispunkt, 28 % der Fonds mindestens einmal sogar Veränderungen von über 50 Basispunkten vornahmen.

<sup>515</sup> So für den US-Markt *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 535.

tragsparteien oder die Allgemeinheit zu entfalten. Darüber hinaus sind in Anlehnung an die Literatur zu Managementvergütungen in öffentlichen Unternehmen unintendierte Nebeneffekte nicht ausgeschlossen, da eine erhöhte Vergütungspublizität aufgrund der Vergleichbarkeit ein höheres Vergütungsniveau der miteinander in Wettbewerb stehenden Manager begünstigen könnte.<sup>516</sup>

#### b) Externalisierungseffekte durch Regulierungsarbitrage

Als abschließendes und subsidiäres Argument für eine Regulierung der Vergütungsstrukturen des alternativen Kapitalanlagesektors ist die Gefahr von Regulierungsarbitrage im Verhältnis zum Bankensektor zu beleuchten.<sup>517</sup> Das Argument ist subsidiär, weil es nicht an originäre Risiken alternativer Investmentfonds anknüpft, sondern nur im Zusammenhang mit möglichen zukünftigen Risiken aus Marktverschiebungen infolge regulatorischer Anforderungen zu betrachten ist. Unter Regulierungsarbitrage versteht man ein Verhalten, durch das ein Akteur ein mit der regulierten Tätigkeit wirtschaftlich identisches Ergebnis zu geringeren Regulierungskosten erzielt.<sup>518</sup> Bezogen auf die vorliegend betrachteten Vergütungssysteme des Finanzmarktsektors erscheint daher die Überlegung angezeigt, ob ein Regulierungsgefälle zwischen einem strengen Vergütungsregeln unterworfenen Bankensektor<sup>519</sup> und einem hypothetisch nur schwachen bzw. keinen Vergütungsregeln unterworfenen AIF-Sektor nachteilige Effekte von Regulierungsarbitrage begründen könnte (vergütungsinduzierte Regulierungsarbitrage).

Unbestreitbar begründen die Höhe und Ausgestaltung von Vergütungen starke Anreize für den individuellen Vergütungsempfänger und damit mittelbar die Struktur der von

---

<sup>516</sup> Vgl. *Bertrand/Mullainathan*, 116 Q. J. Econ. 901 ff. (2001), denen zufolge veröffentlichte Vorstandsgehälter als Benchmark im Verhandlungsprozess dienen können; *Faulkender/Yang*, 26 Rev. Fin. Stud. 806 ff. (2013) bestätigen diesen Effekt für im Jahr 2006 im US-Recht in Kraft getretene Offenlegungsvorschriften; *Hayes/Schaefer*, 94 J. Fin. Econ. 280 ff. (2009) verweisen darauf, dass Unternehmen Vorstandsgehälter als Signaling-Instrument für den Unternehmenserfolg verwenden könnten; *Hermalin/Weisbach*, 67 J. Fin. 195 ff. (2012) belegen modellhaft, dass höhere Veröffentlichungspflichten höhere Vergütungsniveaus begünstigen und Agenturkonflikte hervorrufen; ebenso *Göx/Heller*, ZfbF 2008, 98, 108 ff.; eingehend dazu auch *Hesse*, Veröffentlichungspflicht, S. 245 ff. („Referenzgruppenentlohnung“).

<sup>517</sup> Vgl. EZB, Stellungnahme v. 16.09.2009 zu einem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG (CON/2009/81), ABl. C 272/1 v. 13.11.2009, Rz. 4 und 7.

<sup>518</sup> Vgl. eingehend *V. Fleischer*, 89 Tex. L. Rev. 227, 236 ff. (2010); *Engert*, EBOR 11 (2010), 329, 357; *ders.* ZBB 2012, 383, 384 am Beispiel kurzfristiger Kreditzusagen an Zweckgesellschaften durch Banken; im Kontext von Derivatemärkten bereits *Partnoy*, 22 J. Corp. L. 211, 227 (1996).

<sup>519</sup> Siehe zu der Entwicklung der Vergütungsregulierung des Bankensektors Kapitel 3 sub II. 2.

diesen Akteuren kontrollierten Organisationen. Vorteilhaftere Vergütungsanreize im Nicht-Bankensektor könnten demnach zum einen für Bankengruppen Anlass zur Verlagerung von Geschäftstätigkeiten aus vergütungsregulierten Bereichen in unregulierte Einheiten (z.B. Tochtergesellschaften) bieten. Zum anderen könnte ein starkes Vergütungsregulierungsgefälle zwischen Banken- und Fondssektor den individuellen Akteuren Anreize zur Arbeitsplatzmigration bieten. Es erscheint denkbar, dass ein infolge strengerer Vergütungsnormen geringeres Einkommensniveau<sup>520</sup> in Banken Ausweichreaktionen induziert und Beschäftigte Anstellungen suchen, die dank schwächerer oder fehlender Vergütungsregulierung ein höheres Einkommensniveau ermöglichen.<sup>521</sup>

Die Tragfähigkeit des Arguments möglicher Regulierungsarbitrage ist jedoch aus mehreren Gründen anzuzweifeln. Zunächst ist die grundlegend unterschiedliche Natur der Geschäftsmodelle und Risiken von Banken und alternativen Investmentfonds zu berücksichtigen. Zwar handelt es sich bei beiden Akteuren um Finanzintermediäre, die Kapitalallokationsfunktionen erfüllen. Erstere sind jedoch primär Fremdkapitalgeber bzw. -vermittler und nehmen auf ihre Kreditnehmer grundsätzlich keinen unternehmerischen Einfluss. Die Anlagestrategien alternativer Investmentfonds erfordern hingegen grundsätzlich Eigenkapitalbeteiligungen, um einen Kapitalertrag durch aktive strategische Einflussnahme (Private Equity) oder durch Arbitrage- bzw. Spekulationsgewinne (Hedgefonds) zu erzielen.

Sofern sich eine Verlagerung von Risiken aus dem Bankensektor in einen schwächer regulierten alternativen Finanzmarktsektor vollzieht – etwa durch eine Ausweitung alternativer Formen der Kreditvergabe (Kreditfonds)<sup>522</sup> oder die Migration von Handelsabteilungen (Hedgefonds)<sup>523</sup> – erscheint zunächst eine Betrachtung der Ursachen und Risiken solcher Arbitrageeffekte angezeigt. Selbst wenn sich aber ein Gefälle der Vergü-

---

<sup>520</sup> „Geringeres Einkommensniveau“ ist im vorliegenden Sinne ökonomisch zu verstehen, sodass auch ein – etwa infolge langfristig gestreckter Auszahlungsmechanismen – unsichereres Einkommen im Vergleich zu einem sofort erzielten Betrag selbst bei gleicher nominaler Höhe nach Ablauf des Auszahlungszeitraumes als geringer zu bewerten ist.

<sup>521</sup> Indizien hierfür bieten etwa Änderungen in der Rekrutierungspraxis von Investmentbanken, die sich einem höheren Wettbewerb mit alternativen Investmentfonds und Technologieunternehmen ausgesetzt sehen, vgl. *Noonan/Gray*, FT Online v. 18.01.2016.

<sup>522</sup> Siehe zu Schattenbanken und Kreditfonds bereits Kapitel 1 sub 4.

<sup>523</sup> Eingehend aus rechtsvergleichender Perspektive zum Verbot von Eigengeschäften für Banken und den vielfältigen Abgrenzungsproblemen, etwa zum Market Making und Hedging, *Kumpan*, ZBB 2014, 201 ff.

tungsregulierungspflichten zwischen Banken und Fonds als Triebfeder solcher möglichen Marktentwicklungen identifizieren ließe, würde dies für sich genommen noch nicht die Notwendigkeit eines Gleichlaufs der Regulierungsanforderungen belegen. Entscheidend ist vielmehr, die damit verbundenen Risikoimplikationen in den Blick zu nehmen und negative Externalitäten zu untersuchen. Dies aber ist im Kern Gegenstand der bereits erörterten Gefahren für die Finanzmarktstabilität, zu deren Begrenzung eine Vielzahl alternativer Regulierungsmechanismen in Betracht kommt.<sup>524</sup>

Die potentielle Gefahr vergütungsinduzierter Regulierungsarbitrage stellt daher kein tragfähiges Argument für einen zwingenden Gleichlauf regulatorischer Vorgaben für Vergütungssysteme von Banken und alternativen Investmentfonds dar. Im Übrigen ist unter Berücksichtigung jüngerer regulatorischer Entwicklungen auch zu bezweifeln, dass der Gesetzgeber einen zwingenden Gleichlauf der Anforderungen an Vergütungssysteme sämtlicher Finanzmarktteilnehmer für notwendig hält.<sup>525</sup>

### c) Wettbewerb und Marktmacht

Auch aus wettbewerbsökonomischer Perspektive weisen alternative Investmentfonds keine Eigenschaften auf, die ein Marktversagen zu begründen vermögen.<sup>526</sup> Zwar genügt für die Begründung eines Angebots- oder Nachfrageoligopols<sup>527</sup> bereits eine lokale Konzentration von Marktmacht auf dem jeweils relevanten Markt<sup>528</sup>. Unabhängig von der Größe der verwalteten Vermögenswerte, der systemischen Dimension und etwaigem Kartellverhalten könnte bereits Marktmacht eines oder mehrerer AIF eine Störung des Marktgleichgewichts begründen.<sup>529</sup> Indizien für eine solche Wettbewerbssituation könnten insbesondere Märkte bieten, auf denen wenige Hedgefonds als Nachfrager gering standardisierter Anlageinstrumente auftreten und durch die Errichtung von

---

<sup>524</sup> Siehe dazu bereits oben sub I. 1. c).

<sup>525</sup> Siehe dazu sogleich Kapitel 3 sub II. 2. b).

<sup>526</sup> Für den Bankensektor werden in diesem Zusammenhang auch Wechselwirkungen zwischen Wettbewerb und Risikohandeln untersucht, vgl. überblicksartig zu dem bislang uneinheitlichen Forschungsstand *Boyd/De Nicoló*, 60 J. Fin. 1329 ff. (2005); siehe zur Fragmentierung und Größe des AIF-Marktes im Verhältnis zu Banken Kapitel 3 sub III. 2. d).

<sup>527</sup> Vgl. zu Oligopolmärkten *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 133 ff.; *Weimann*, Wirtschaftspolitik, S. 319 ff.; kartellrechtlich zur kollektiven Marktbeherrschung *Kling/Thomas*, Kartellrecht, S. 218 ff.

<sup>528</sup> Vgl. zur Abgrenzung des relevanten Marktes *Knieps*, Wettbewerbsökonomie, S. 48 ff.; *Bester*, Industrieökonomik, S. 24 ff.; kartellrechtlich *Kling/Thomas*, Kartellrecht, S. 204 ff. und S. 535 ff.

<sup>529</sup> Vgl. *Harrison*, in: Athanassiou (Hrsg.), Alternative Investments, S. 277.

Markteintrittsbarrieren Monopolrenten erzielen.<sup>530</sup> Voraussetzung eines Zustands von Marktversagen ist jedoch eine Dauerhaftigkeit der durch Marktmacht eines AIF induzierten Wettbewerbsstörung.<sup>531</sup> Dieser Annahme stehen auf potentiell betroffenen Märkten bzw. Marktsegmenten aber regelmäßig die geringen Marktzutrittsschranken und die leichte Substituierbarkeit des Kapitalangebots von AIF entgegen. Sowohl in Bezug auf Hedgefonds<sup>532</sup> als auch Private Equity-Fonds<sup>533</sup> deutet die Literatur jedenfalls grundsätzlich nicht auf wesentliche Störungen des Wettbewerbs um ertragreiche Anlagegüter hin. Ob darüber hinaus Wechselwirkungen zwischen Wettbewerbsaspekten, Risikohandeln und Systemrisiken dergestalt bestehen, dass ein intensiverer Wettbewerb auf AIF-Märkten die Finanzmarktstabilität beeinträchtigt oder stärkt, erscheint zum gegenwärtigen Forschungsstand gänzlich unklar.<sup>534</sup> Angesichts der zum Bankensektor derzeit gegensätzlichen theoretischen Ansätze ist ein Regulierungseingriff jedoch auch aus dieser Perspektive nicht angezeigt.

### 3. Perspektiven und Grenzen regulatorischen Handelns

Zwar kann Regulierung im Fall von Marktversagen als Ersatz individualvertraglicher Regelungen eine ökonomisch vorteilhafte Lösung bieten, sie ist aber kein Allheilmittel. Zunächst verursacht die Umsetzung regulatorischer Pflichten Administrativkosten der Marktteilnehmer, die durch höhere Gebühren auf Anleger übertragen werden können. Daraus resultierende geringere Kapitalrenditen institutioneller Anleger stellen aber ohne einen Zugewinn an Anleger- oder Systemschutz gesamtwirtschaftliche Nachteile dar.

---

<sup>530</sup> Aspekte der Konzentration von Positionen wird in der Literatur bislang vornehmlich als Frage der damit verbundenen (systemischen) Risiken diskutiert, siehe dazu oben sub I. 1. c) bb).

<sup>531</sup> Das Unionskartellrecht erfordert neben einer marktbeherrschenden Stellung, die grundsätzlich an den Marktanteil anknüpft, auch ein missbräuchliches Verhalten des Unternehmens, vgl. *Kling/Thomas*, Kartellrecht, S. 210 ff.

<sup>532</sup> Einen Indikator hierfür könnten die Zahl der Marktzu- und -austritte bieten, wengleich aussagekräftige Daten zu der durchschnittlichen Überlebensdauer von AIF sowie zur Einordnung im Vergleich zu traditionellen Investmentfonds oder anderen Anlageformen nicht ersichtlich sind; vgl. zu Auswirkungen von Risikoanreizen auf die Überlebensdauer von Hedgefonds *Brown/Goetzmann/Park*, 61 J. Fin. 1869, 1885 (2001).

<sup>533</sup> Dies indiziert der (positive) Zusammenhang zwischen Kapitalzuflüssen in Private Equity-Fonds und den Bewertungen der Akquisitionsobjekte, vgl. *Gompers/Lerner*, 55 J. Fin. Econ. 281, 321f. (2000).

<sup>534</sup> In der Literatur zu Risikoeffekten des Wettbewerbs zwischen Banken wird zum einen die These vertreten, dass mehr Wettbewerb Marktmacht verringert und Banken infolge geringerer Margen höhere Risiken eingehen („*competition-fragility*“); zum anderen wird vertreten, dass mehr Wettbewerb zu geringerem Risikohandeln führt und damit Systemrisiken verringert („*competition-stability*“), vgl. *Berger/Klapper/Turk-Ariss*, in: *Bikker/Spierdijk* (Hrsg.), *Competition in Banking and Finance*, S. 185 ff.

Dies gilt umso mehr im Fall fiduziarischer Kapitalanleger wie etwa Pensionseinrichtungen und Versicherungen, deren Ertragsrückgang Privatanleger mittelbar betreffen kann. Auch bei diesen Effekten handelt es sich neben den unmittelbaren Umsetzungskosten der Regulierungsadressaten um mittelbare Kosten, die den ökonomischen Folgen des normativen Handelns zuzurechnen sind.<sup>535</sup> Der Gesetzgeber ist daher im Rahmen einer umfassenden legislativen Folgenabschätzung gehalten abzuwägen, ob den zu erwartenden Regulierungskosten langfristig angemessene Vorteile gegenüberstehen.<sup>536</sup>

Eine umfassende Bewertung des untersuchten Regulierungsansatzes hat neben den Effekten für die regulatorisch ausdrücklich verfolgten Ziele auch weitere Markteffekte in den Blick zu nehmen. Dies betrifft zum einen Wettbewerbsaspekte.<sup>537</sup> Aufsichtsrechtliche Zulassungs- und Organisationspflichten für AIFM begründen zwar für neue Anbieter wettbewerbsbeschränkende Marktzutrittsschranken,<sup>538</sup> können aber im Fall einer unionsweiten Harmonisierung im gemeinsamen Binnenmarkt gleiche Wettbewerbsbedingungen (sog. *level playing field*) eröffnen und Anlegern Effizienzgewinne bieten.<sup>539</sup> Darüber hinaus können unintendierte Folgen wie etwa positive immaterielle Auswirkungen in Gestalt von Reputationsgewinnen der regulierten Marktteilnehmer und ihrer Produkte eintreten. Notwendige Bedingung eines solchen Effekts ist dabei die Wahlfreiheit zwischen regulierten und unregulierten Dienstleistungen. Diese kann zum einen innerhalb eines Rechtskreises bestehen, sofern die Anwendbarkeit eines Regulierungsregimes bestimmten Marktteilnehmern zur Disposition gestellt wird (z.B. Opt-in-Regelungen).<sup>540</sup> Zum anderen kommt der Effekt im internationalen Wettbewerb der Rechtsordnungen zum Tragen und wird etwa für das OGAW-Wertpapierfondsregime<sup>541</sup> diskutiert. Regulierung kann demnach im Kontext einer freien Standortwahl als Güte-

---

<sup>535</sup> Vgl. *Kirchner*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, S. 155, der von der „Folgenabschätzung einer Überregulierung“ spricht.

<sup>536</sup> Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 310; *Kirchner*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, S. 155; nach *Binder*, in: FS Köndgen, S. 69 f. ist nach dem Stand des Gesetzgebungsverfahrens zwischen der *prospektiven*, der *begleitenden* und der *retrospektive* Gesetzesfolgenabschätzung zu unterscheiden.

<sup>537</sup> Siehe zu Wettbewerbsaspekten im Rahmen der Regulierungsziele der AIFM-RL oben sub I. 1. a) cc).

<sup>538</sup> Vgl. zu diesen Erwägungen i.R.d. Anwendungsbereichs des AIFM-Richtlinienvorschlags Kommission, AIFMD Impact Assessment, S. 47 ff.

<sup>539</sup> Vgl. Erwgr. 4 und 5 AIFM-RL.

<sup>540</sup> Siehe zu den Wahlmöglichkeiten des sog. „kleinen AIFM“ Kapitel 3 sub I. 2. b) aa), zu Fragen der Drittstaatenregulierung siehe Kapitel 3 sub I. 2. d) bb).

<sup>541</sup> Siehe zur OGAW-Richtlinie sogleich Kapitel 3 sub I. 2. a).

merkmal verstanden werden („Regulierung als Marke“)<sup>542</sup> und könnte auch eine gestiegene Nachfrage institutioneller Anleger nach regulierten alternativen Anlageprodukten erklären. Globale Reputationseffekte werden auch für die AIFM-Regulierung erwartet<sup>543</sup> und sind daher im Rahmen einer umfassenden Regulierungsevaluation zu berücksichtigen.

Im Kontext zunehmend umfangreicher und transnational harmonisierter regulatorischer Pflichten sind indes auch die Grenzen regulatorischen Handelns aufzuzeigen. Zunächst ist zu bedenken, dass überschießende Regulierung – etwa in Gestalt unnötig umfang- oder detailreicher Normen – nicht auszuschließen ist. Denn auch der sog. Regulierer (*regulator*) in Gestalt von Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden verfügt nur über unvollständige Informationen und kann eigene Interessen verfolgen, die nicht notwendig mit denen des Gemeinwesens deckungsgleich sind.<sup>544</sup> Die Folge sind Agenturprobleme innerhalb legislativer und administrativer Strukturen, die zu Regulierungseingriffen über das wohlfahrtsoptimale Maß hinaus führen können.<sup>545</sup> Ferner wird unter Bezug auf Erkenntnisse der Verhaltensökonomik auch eine Anfälligkeit der politisch-regulatorischen Sphäre für kognitive Verzerrungen (*biases*) identifiziert, die ungerechtfertigte regulatorische Eingriffe aufgrund psychologischer Effekte begünstigen können.<sup>546</sup> Die modellhaft-idealisierte Prämisse eines perfekt rationalen Regulierers als Voraussetzung effizienzsteigernder Markteingriffe darf demnach bezweifelt werden. Da somit aber auch eine Fehlerhaftigkeit von Regulierungsnormen nicht auszuschließen ist, erscheint eine größtmögliche Harmonisierung regulatorischer Anforderungen nicht erstrebenswert. Bei zunehmend globaler regulatorischer Harmonisierung sind nämlich auch globale systemische Konsequenzen falscher Regulierung nicht ausgeschlossen,

---

<sup>542</sup> Vgl. *Yeoh*, 30 *Bus. L. Rev.* 187, 189 (2009), der einen besonderen Zuspruch der OGAW-Regulierung unter Anlegern aus Asien, Lateinamerika und dem Mittleren Osten konstatiert.

<sup>543</sup> Vgl. *Greene/Newlands*, FT Online v. 27.07.2014 („*emergence of a major new investment brand*“); ähnlich auch *Elicker/Rech*, RdF 2014, 106, 113, die Chancen des Finanzplatzes Luxemburg identifizieren.

<sup>544</sup> Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 309; *Freixas/Rochet*, *Microeconomics of Banking*, S. 307.

<sup>545</sup> Vgl. *Zingales*, 47 *J. Acc. Res.* 391, 399 f. (2009) in Anknüpfung an *Coase*, 3 *J. L. & Econ.* 1 ff. (1960).

<sup>546</sup> Vgl. *Hirshleifer*, 14 *EFM* 856 ff. (2008), der seinen in der Neuen Politischen Ökonomie (*Public Choice*) zu verortenden Ansatz als „*psychological attraction approach to financial regulation*“ bezeichnet; nach *Klöhn*, *Spekulation*, S. 146 f. handelt es sich hierbei um ein „rein prozedurales Argument, das davor warnt, Entscheidungen blind dem Gesetzgeber oder sonstigen Regulierungsstellen zu überlassen“.

sodass eine Vielfalt der Regulierungsansätze (*regulatory diversity*) und ein daraus resultierender Wettbewerb vorzugswürdig erscheinen.<sup>547</sup>

Vor diesem Hintergrund erscheint ein technisch besonders detaillierter Regulierungsansatz jedenfalls – wie im untersuchten Fall vergütungsinduzierter Risiken in AIF – bei unklarer ökonomischer Bewertung der regulatorisch erfassten Sachverhalte nicht angezeigt. Eine zunehmende Regulierungsdichte kann zudem zur Folge haben, dass eine flexible Fortentwicklung kautelarischer Praktiken und Instrumente aufgrund weitgehender gesetzlicher Standardisierung erschwert wird. Die hiermit bewirkte Beschränkung von Marktmechanismen kann für Anleger nachteilig wirken, wenn dies die Vereinbarung alternativer Instrumente und Mechanismen zur Risikosteuerung verhindert oder sie sich aufgrund der umfassenden regulatorischen Vorgaben in falscher Sicherheit wähnen (Kontrollillusion).

Einen Gegenentwurf zu den Nachteilen einer solchen Detailregulierung können Ansätze einer sog. prinzipienbasierten Regulierung (*principles-based regulation*) bieten.<sup>548</sup> Darunter wird ein Ansatz verstanden, der im Gegensatz zu regelbasierter (*rules-based*) Regulierung allgemeine Regulierungsgrundsätze in den Vordergrund stellt.<sup>549</sup> Im Rahmen sog. formaler prinzipienbasierter Regulierung erfolgt zwar eine nähere inhaltliche Ausdifferenzierung, die aber stets als Ausfluss der Prinzipien zu verstehen ist und deren Regelungsziel zu interpretieren sind.<sup>550</sup>

In der inhaltlichen Ausgestaltung eines Regulierungskonzepts ist ferner zu berücksichtigen, dass dem Gesetzgeber vielfältige Regulierungsansätze zur Verfügung stehen. Neben einer direkten (produktbezogenen) Regulierung von Investmentfonds und einem indirekten (verwalterbezogenen) Ansatz kommen als alternative indirekte Mechanismen auch gegenpartei- oder anlegerbezogene Regulierungsansätze sowie schließlich das bewusste Absehen von Regulierung in Betracht. Hierbei sind stets auch die vielfältigen Wechselwirkungen zwischen aufsichtsrechtlichen und (investment-)steuerrechtlichen

---

<sup>547</sup> Vgl. *Bhagat/Bolton/Romano*, ECGI Working Paper 2014, S. 43; kritisch hingegen *Zingales*, 47 J. Acc. Res. 391, 400 f. (2009).

<sup>548</sup> Vgl. aus internationaler Perspektive *Black*, in: Alexander/Moloney (Hrsg.), *Financial Markets*, S. 3 ff.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*, S. 312; siehe zum prinzipienbasierten Charakter des novellierten Versicherungsaufsichtsrechts (Solvency II) auch Kapitel 3 sub I. 3. c).

<sup>549</sup> Vgl. *Black*, in: Alexander/Moloney (Hrsg.), *Financial Markets*, S. 6 f.

<sup>550</sup> *Black*, in: Alexander/Moloney (Hrsg.), *Financial Markets*, S. 8.

Vorgaben zu berücksichtigen.<sup>551</sup> Zur mittelbaren regulatorischen Steuerung der Beteiligungsrisiken fiduziarischer Kapitalanleger erweist sich vor allem das Versicherungsaufsichtsrecht als wirkmächtiger Mechanismus.<sup>552</sup> Komplementär zu diesen präventiven regulatorischen Ansätzen ist auch die Funktion zivilrechtlicher Normdurchsetzung zu berücksichtigen.<sup>553</sup>

Abschließend ergeben sich Beschränkungen eines gesetzgeberischen Regulierungsauftrags auch vor dem Hintergrund der ausgeprägten Internationalisierung der Kapitalmärkte. Ein staatlicher Schutzauftrag, soweit sich dieser aus der objektiv-rechtlichen Dimension subjektiver Freiheitsrechte ableiten lässt, kann sich stets nur auf den jeweiligen staatlichen Souverän beziehen, unter dessen Herrschafts- und Schutzmacht das Individuum steht. Es liegt daher – losgelöst von der individuellen Informiertheit – bereits nicht im verfassungs- bzw. unionsrechtlichen Verantwortungsbereich des Gesetzgebers, Anleger mit Sitz außerhalb der EU vor Verlusten aus ihren Kapitalanlagen zu schützen.

---

<sup>551</sup> Vgl. *V. Fleischer*, 31 *J. Corp. L.* 77, 108 ff. (2005) zu steuerinduzierten Anreizen in der Ausgestaltung von Vergütungsstrukturen; *ders.*, 83 *NYU L. Rev.* 1 ff. (2008); *Thomsen*, *EBOR* 10 (2009), 97, 103; siehe zu Grundzügen des Investmentsteuerrechts Kapitel 3 sub I. 3. a) und b).

<sup>552</sup> Siehe zu Grundzügen des Versicherungsaufsichtsrechts Kapitel 3 sub I. 3. c).

<sup>553</sup> Siehe zur deutschen Judikatur im Kontext sog. Rückvergütungen Kapitel 3 sub III. 1. c) aa).

### **Kapitel 3: Untersuchung der Regulierungsvorgaben**

Einer Analyse und Bewertung der an die Verwalter alternativer Investmentfonds adressierten Vergütungsregulierungsnormen ist deren Einordnung in den Regulierungsansatz von AIFM-Richtlinie und KAGB sowie die Bestimmung des Anwendungsbereichs des kapitalanlagerechtlichen Aufsichtsrechts vorgeschaltet (I.). Daran schließt sich eine kursorische Darstellung der vergütungsbezogenen Regulierungsansätze auf dem Finanzsektor an (II.). Die konkreten Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften werden sodann erläutert und einschließlich ausgewählter Probleme diskutiert (III.).

#### **I. Europäische und nationale Rechtsquellen des Kapitalanlagerechts**

##### **1. AIFM-Richtlinie und europäische Durchführungsbestimmungen**

###### **a) Gesetzgebungsprozess der Richtlinie**

Mit dem Erlass der Richtlinie 2011/61/EU (AIFM-RL) vollzog sich im europäischen Kapitalanlagerecht (auch: Investmentrecht)<sup>554</sup> in mehrfacher Hinsicht ein Paradigmenwechsel. Nachdem bereits seit 1985 mit der sog. OGAW-Richtlinie<sup>555</sup> (engl. UCITS)<sup>556</sup> eine weitgehende Harmonisierung des Binnenmarktes im Bereich der Wertpapierfonds

---

<sup>554</sup> Diese Terminologie vollzieht die gewandelten gesetzlichen Begrifflichkeiten nach (Ersetzung des InvG durch das KAGB). Der terminologische Wandel vom „Investment-“ zum „Kapitalanlagerecht“ ist insbesondere vor dem Hintergrund der internationalen Dimension der Rechtsmaterie zu befürworten, da der Begriff des *Investment Law* dem des *Investitionsschutzrechts* entspricht, d.h. das Recht der Investitionsschutzabkommen (*International Investment Treaties*), während *Asset Management Law* das Recht der Kapitalanlagen umschreibt, vgl. *Assmann*, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 1 Rn. 1 ff.; *Moritz/Klebeck/Jesch-Mansfeld*, Einleitung zum KAGB Rn. 2; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 194 ff.

<sup>555</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 13.07.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EU L 302/32 v. 17.11.2009 (sog. OGAW III-RL). Diese Richtlinie ersetzte die ursprüngliche Richtlinie 85/611/EWG v. 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EG L 375/3 v. 31.12.1985 (sog. OGAW I-RL), sowie die beiden Änderungsrichtlinien Richtlinie 2001/107/EG v. 21.01.2002 zur Änderung der Richtlinie 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 (sog. Verwaltungsrichtlinie), ABl. EG L 41/20 v. 13.02.2002, und die Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.01.2002 zur Änderung der Richtlinie 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 (sog. Produktrichtlinie), ABl. EG L 41/35 v. 13.02.2002.

<sup>556</sup> Das Akronym steht für *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.

vollzogen worden war, erfuhren durch die AIFM-Richtlinie erstmals auch die Verwalter alternativer Kapitalanlageformen eine umfassende Regulierung. Dabei ist die Bedeutung des Gesetzgebungsaktes nicht allein in der erstmaligen, systematischen Regulierung der alternativen Investmentindustrie<sup>557</sup> zu suchen; eine grundlegende Umkehr fand auch im regulatorischen Konzept statt, indem man anstelle der produktbezogenen Regulierung der OGAW-RL<sup>558</sup> einen verwalterbezogenen Ansatz wählte. Die Ursprünge der AIFM-Richtlinie datieren bereits vor der Finanzkrise von 2007/2008.<sup>559</sup> Anknüpfend an ein Grün- und ein darauf folgendes Weißbuch<sup>560</sup> sowie Berichte des Europäischen Parlaments<sup>561</sup> befürwortete die Kommission anfänglich noch einen indirekten Regulierungsansatz.<sup>562</sup> Vor dem Hintergrund des sog. G20-Aktionsplans<sup>563</sup> 2008 sah sie sich jedoch veranlasst, eine Konsultation in Gestalt des sodann mit der AIFM-RL verfolgten verwalterbezogenen Modells zu wählen. Diese bildete zusammen mit den Befunden des *de Larosière*-Berichts die Grundlage für den weiteren Gesetzgebungsprozess.<sup>564</sup> Am 30.04.2009 legte die Kommission sodann einen Richtlinienentwurf<sup>565</sup> vor, der zunächst auf vehemente Kritik<sup>566</sup> stieß. Nach mitunter kontroversen Verhandlungen wurde die

---

<sup>557</sup> Vgl. zur Verortung des Kapitalanlagerechts *Assmann*, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 1 Rn. 1 ff.; zum rechtlichen Rahmen im Übrigen bereits *Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren, S. 139 ff.

<sup>558</sup> Zur Zusammenführung von OGAW- und AIFM-RL im KAGB siehe sogleich sub 2. a).

<sup>559</sup> Vgl. zur Entstehung eingehend *Ferran*, EBOR 12 (2011) 379, 384 ff.; *Zetzsche*, NZG 2009, 692 f.; *Awrey*, LFMR 2011, 119 ff.; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 269 ff.

<sup>560</sup> Vgl. Europäische Kommission, Grünbuch Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds, KOM(2005)314 endg. v. 12.07.2005, S. 10 ff., nicht im ABl. veröffentlicht; Weißbuch – Ausbau für den Ausbau des Binnenmarktrahmens für Investmentfonds, KOM(2006)686 endg. v. 15.11.2006, S. 18 f., nicht im ABl. veröffentlicht.

<sup>561</sup> Vgl. *Naik*, ECON-Studie, IP/A/ECON/ST/2007-17; Europäisches Parlament, Bericht mit Empfehlungen an die Kommission zur Transparenz institutioneller Investoren, 2007/2239(INI) v. 09.07.2008, A6-0296/2008 (sog. *Lehne*-Bericht); Bericht mit Empfehlungen an die Kommission zu Hedge-Fonds und Private Equity, 2007/2238(INI) v. 11.09.2008, A6-0338/2008 (sog. *Rasmussen*-Bericht).

<sup>562</sup> *McCreevy*, Intervention on Lehne and Rasmussen, 22.09.2008, SPEECH/08/451, S. 3.

<sup>563</sup> Ausweislich des in Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise entstandenen G20-Aktionsplans verpflichteten sich die beteiligten Staaten, einen weltweit harmonisierten Aufsichtsstandard für alle privaten Finanzmarktakteure zu entwickeln, vgl. G20, Washington Declaration v. 15.11.2008, S. 6 ff.

<sup>564</sup> Europäische Kommission, Internal Market and Services DG, Working Document Feedback Statement – Summary of responses to Hedge Fund Consultation Paper v. 12.03.2009, o. Gz.

<sup>565</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG v. 30.04.2009, KOM(2009)207 endg.

<sup>566</sup> Vgl. *Klebeck*, DStR 2009, 2154 ff.; *Nietsch/Graef*, ZBB 2010, 12, 19 ff.; *Kind/Haag*, DStR 2010, 1526, 1529 ff.; *Dornseifer/Pütz*, AR 2009, 54 ff.; instruktiv zum höchst kontrovers geführten Verhandlungsprozess zwischen den verschiedenen Institutionen und Akteuren und der Rolle von Lobbyarbeit aus politikwissenschaftlicher Sicht *Woll*, Cahiers européens de Sciences Po 2011, S. 4 ff.

Richtlinie schließlich am 08.06.2011 unterzeichnet und trat zum 21.07.2011 in Kraft.

#### b) Richtlinienkonkretisierung im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens

Regelungstechnisch ist mit der AIFM-RL eine Abkehr vom bislang auf dem Gebiet der europäischen Finanzmarktregulierung verfolgten Prinzip der Mindestharmonisierung zu verzeichnen, die sich in einer Vielzahl vollharmonisierender und detailreicher Unionsrechtsakte äußert.<sup>567</sup> Bei der AIFM-Richtlinie handelt es sich um eine Rahmenrichtlinie, deren Umsetzung und Konkretisierung nach dem sog. *Lamfalussy-Verfahren*<sup>568</sup> in wesentlichen Teilen durch europäische Umsetzungsakte erfolgte. Nach dessen Maßgabe soll die institutionelle Viskosität des sog. Trilogverfahrens<sup>569</sup> durch die Einbeziehung europäischer Fachbehörden beschleunigt und eine zunehmende Konvergenz des europäischen Finanzmarktaufsichtsrechts sichergestellt werden.

Die erhöhte Flexibilität wird durch eine Aufspaltung des Gesetzgebungsprozesses in vier Stufen gewonnen. Das normative Fundament bilden Rahmenrechtsvorschriften<sup>570</sup> in Gestalt einer Richtlinie (Stufe bzw. Level 1)<sup>571</sup>, die durch sogenannte technische Regulierungs- bzw. Durchführungsstandards in Form einer Richtlinie oder einer delegierten EU-Verordnung ergänzt werden (Level 2).<sup>572</sup> Eine nähere Konkretisierung dieser Vorgaben erfolgt durch Empfehlungen und Leitlinien europäischer Finanzaufsichtsbehörden für die Aufsichtspraxis der nationalen Behörden (Level 3).<sup>573</sup> Schließlich wird

---

<sup>567</sup> Vgl. zum vollharmonisierenden Rechtscharakter der AIFM-RL *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537, 1543; *Möllers/Hailer*, ZBB 2012, 178, 191; *Krause/Klebeck*, BB 2012, 2063, 2068.

<sup>568</sup> Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte v. 15.02.2001 (sog. *Lamfalussy-Bericht*), vgl. S. 6. Das sog. *Lamfalussy-Verfahren* wurde erstmals 2002 auf den Wertpapiersektor angewandt und sukzessive auf den Banken- und Versicherungssektor ausgeweitet. Rechtsgrundlage ist die Verordnung (EU) Nr. 182/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.02.2011, ABl. EU L 55/13 v. 28.02.2011; vgl. *Sydow*, JZ 2012, 157, 158; *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8 ff.

<sup>569</sup> D.h. das ordentliche EU-Gesetzgebungsverfahren gem. Art. 294 AEUV, an dem Kommission, Rat der Europäischen Union und Europäisches Parlament beteiligt sind.

<sup>570</sup> Eine Umschreibung dieser Regelungsebene als „politische Kernprinzipien“ bzw. „politische Grundentscheidungen“ impliziert ein niedriges Maß an Regelungsgrad und Detaildichte, die jedoch angesichts des rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgrundsatzes für nachgelagerte Normebenen nicht ausreichend und mit Blick auf die gesetzgeberische Realität finanzmarktrechtlicher „Rahmenrichtlinien“ auch nicht zu konstatieren ist, so aber etwa *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 4; *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8.

<sup>571</sup> Im Folgenden wird für die Umsetzungsrechtsakte der AIFM-RL die gebräuchlichere Bezeichnung „Level“ verwandt.

<sup>572</sup> Siehe zur Funktion der ESMA im Rahmen des Level 2-Rechtsetzungsverfahrens sogleich sub c) aa).

<sup>573</sup> Siehe zur Funktion der ESMA im Rahmen von Level 3-Maßnahmen sogleich sub c) bb).

die konsistente und fristgemäße Umsetzung und Anwendung europäischer Rechtsvorschriften auf EU-Ebene überwacht und durch geeignete Eingriffsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden sichergestellt (Level 4).

Eine zentrale Rolle bei der Konkretisierung der AIFM-RL im Rahmen dieses modifizierten EU-Rechtsetzungsverfahrens fiel der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities Markets Authority*, ESMA)<sup>574</sup> als Funktionsnachfolgerin des CESR<sup>575</sup> zu. Die ESMA fügt sich in das Konzept einer grundlegend reformierten europäischen Finanzmarktaufsicht ein.<sup>576</sup> Dieses soll zum einen auf „Makroebene“ systemische Risiken vermeiden und zum anderen auf „Mikroebene“ die Aufsicht über individuelle Marktakteure europaweit harmonisieren, mithin die Konvergenz nationaler Aufsichtspraktiken beschleunigen. Innerhalb des zum 01.01.2011 geschaffenen Europäischen System für die Finanzaufsicht (*European System of Financial Supervision*, ESFS)<sup>577</sup> üben die nationalen Aufsichtsbehörden<sup>578</sup> und die Kommission ihre Aufsichtsbefugnisse in einem „integrierten Netz“<sup>579</sup> bzw. „Aufsichtsverbund“<sup>580</sup> gemeinsam mit vier genuin europäischen Aufsichtsinstitutionen aus. Die makroprudenzielle Aufsicht obliegt dabei dem institutionell der EZB angegliederten, rechtlich unselbstän-

---

<sup>574</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU L 331/84 v. 15.12.2010 (im Folgenden: ESMA-VO).

<sup>575</sup> Funktionsvorgänger der ESMA war der zum 06.06.2001 geschaffene Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), dessen Einfluss als rechtlich unselbständiges Komitee ohne Aufsichts- und Rechtsetzungskompetenzen sowie eigene personelle Ressourcen ungleich geringer war. Vgl. Beschluss 2011/528/EG der Kommission v. 06.06.2001 zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses, ABl. EG 191/45 v. 13.07.2001.

<sup>576</sup> Vgl. *Binder*, GPR 2011, 34 ff.; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2 ff.; *Fischer-Appelt*, Law & Fin. M. Rev. 2011, 21 ff.; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177 ff.; *Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281 ff.; *Walla*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 11 Rn. 35 ff.; zur ESMA *Walla*, BKR 2012, 265 ff.; *Hoffmann/Detzen*, DB 2011, 1261 ff.

<sup>577</sup> Vgl. KOM(2009), 501, 502 f. sowie Art. 2 ESMA-VO. Das ESFS ist nicht mit dem – ebenfalls dem EU-Finanzmarktrecht entstammenden – Akronym EFSF zu verwechseln, hierbei handelt es sich um die am 09.05.2010 gegründete Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (*European Financial Stability Facility*), die Vorgängereinrichtung des am 08.10.2012 in Kraft getretenen Europäischen Stabilitätsmechanismus (*European Stability Mechanism*, ESM, auch sog. „Euro-Rettungsschirm“).

<sup>578</sup> Vgl. die kapitalanlagerechtlichen Vorgaben gem. § 9 KAGB für die Zusammenarbeit zwischen BaFin und ESMA sowie ESRB, die von einem engen Informationsaustausch geprägt ist.

<sup>579</sup> Erwgr. 9 ESMA-VO.

<sup>580</sup> Strukturell ähnelt dies dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) nach Art. 127 ff. AEUV, welches das Verhältnis nationaler Zentralbanken zur EZB ordnet, vgl. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2 f.

digen Europäischen<sup>581</sup> Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board*, ESRB)<sup>582</sup>, während auf der Ebene der mikroprudenziellen Aufsicht drei neue europäische Finanzaufsichtsbehörden (*European Supervisory Authorities*, ESA)<sup>583</sup> geschaffen wurden.<sup>584</sup> Dies sind neben der ESMA die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (*European Banking Authority*, EBA)<sup>585</sup> als Nachfolgerin des CEBS<sup>586</sup> sowie die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA)<sup>587</sup> als Nachfolgerin des CEIOPS<sup>588</sup>. Ergänzend treten die der EZB mit Wirkung zum 04.11.2014 übertragenen direkten Aufsichtsbefugnisse über systemrelevante Kreditinstitute der Eurozone im Rahmen des sog. einheitlichen Aufsichtsmechanismus (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) hinzu.<sup>589</sup>

---

<sup>581</sup> Für einen Vergleich zum amerikanischen Pendant, dem *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), dem britischen *Financial Policy Committee* (FPC) sowie dem deutschen *Ausschuss für Systemrisiken* (AFS), vgl. Kaufhold, WM 2013, 1877, 1879 ff. Den deutschen AFS begründete das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität (Finanzstabilitätsgesetz, FinStabG) v. 28.11.2012, BGBl. I, S. 2369. Er besteht gem. § 2 Abs. 3 FinStabG aus je drei Vertretern von BMF, Bundesbank und BaFin.

<sup>582</sup> Rechtsgrundlagen sind die Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 v. 24.11.2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU L 331/1 v. 15.12.2010 (ESRB-VO), sowie die Verordnung (EU) Nr. 1096/2010 v. 17.11.2010 zur Betrauung der Europäischen Zentralbank mit besonderen Aufgaben bezüglich der Arbeitsweise des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl. EU L 331/162 v. 15.12.2010; vgl. zu den Befugnissen des ESRB *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 20 ff.

<sup>583</sup> Die Rechtsgrundlagen der ESA gleichen sich strukturell und auch weitgehend inhaltlich, sodass im Folgenden zitierten Normen der ESMA-VO unter der EBA-VO bzw. EIOPA-VO – etwa hinsichtlich Rechtssetzungs- bzw. Rechtsdurchsetzungsbefugnisse – der gleiche Aussagegehalt zukommt.

<sup>584</sup> Dazu grundlegend *Kohtamäki*, Bankenaufsicht, S. 115 ff., zu den ESA insbesondere S. 140 ff.

<sup>585</sup> Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl. EU L 331/12 v. 15.12.2010 (EBA-VO).

<sup>586</sup> Committee of European Banking Supervisors; eingesetzt durch den Beschl. 2004/10/EG der Kommission v. 05.11.2003 zur Einsetzung des Europäischen Bankenausschusses, ABl. EG L 3/36 v. 07.01.2004.

<sup>587</sup> Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission, ABl. EU L 331/48 v. 15.12.2010 (EIOPA-VO).

<sup>588</sup> Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, siehe den Beschl. 2004/9/EG der Kommission v. 05.11.2003 zur Einsetzung des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, ABl. EG L 3/30 v. 07.01.2004.

<sup>589</sup> Rechtsgrundlage ist die Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates v. 15.10.2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische

Bei den drei aus institutionalisierten Expertenausschüssen hervorgegangenen ESA handelt es sich um rechtlich eigenständige<sup>590</sup>, weisungsfreie und unabhängige<sup>591</sup> EU-Agenturen. Durch einen sog. Gemeinsamen Ausschuss<sup>592</sup> wird eine „sektorübergreifende Kohärenz der Tätigkeiten“<sup>593</sup> aller drei ESA sichergestellt. Sie verfügen über umfangreiche Aufsichts- und Rechtsdurchsetzungsbefugnisse, die sie – anders als nationale Aufsichtsbehörden – jedoch grundsätzlich nicht unmittelbar gegenüber einzelnen Marktteilnehmern ausüben. Die mikroprudenzielle Markt- und Solvenzaufsicht vollzieht sich vielmehr in einem Zusammenspiel aus nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden, in dem die unmittelbaren Aufsichtskompetenzen – d.h. die konkreten Verwaltungsverfahren<sup>594</sup> – zunächst bei ersteren angesiedelt sind und letzteren eine Überwachungsfunktion zukommt. Die ESA schreiten nur im Ausnahmefall ein<sup>595</sup> und agieren mithin als „Aufsicht der Aufsicht“<sup>596</sup>.

---

Zentralbank, ABI. EU L 287/63 v. 19.10.2013 (SSM-VO). Nach Art. 5 Nr. 1 SSM-VO nimmt die EZB ihre Aufgaben innerhalb eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus wahr, der aus der EZB und nationalen Behörden besteht; vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, Bankbetriebslehre, S. 371 ff.; eingehend *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2014, 2 ff.; noch zum Entwurf *Binder*, ZBB 2013, 297 ff.

<sup>590</sup> Die hiermit getroffene Entscheidung einer getrennten Institutionalisierung (Art. 5 Abs. 1 ESMA-, EBA- und EIOPA-VO), also gegen das Konzept einer einheitlichen europäischen Allfinanzbehörde, muss indes auch vor der evolutorischen Entstehung der BaFin nicht zwingend als finale Entwicklungsstufe zu verstehen sein. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wurde zum 01.05.2002 nach Maßgabe des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes (FinDAG) durch einen Zusammenschluss der zuvor eigenständigen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, den Wertpapierhandel und das Versicherungswesen gegründet. Gem. Art. 81 Abs. 2 lit. h) ESMA-VO ist künftig im dreijährigen Abstand zu prüfen, „ob es angemessen ist, den Sitz der Behörde beizubehalten, oder die ESA an einem einzigen Sitz anzusiedeln“.

<sup>591</sup> Vgl. Artt. 42, 46, 49, 52 ESMA-, EBA- und EIOPA-VO; anders die BaFin, die nach § 2 FinDAG der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen untersteht.

<sup>592</sup> Dieser agiert als Lenkungsausschuss ohne Rechtspersönlichkeit, Erwgr. 57, Artt. 55, 56 ESMA-VO.

<sup>593</sup> Erwgr. 57 ESMA-VO.

<sup>594</sup> Vgl. zur verfahrensrechtlichen Ausgestaltung der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 50 ff.

<sup>595</sup> Ist eine Verletzung von Unionsrecht zu besorgen, greift nach Art. 17 der ESA-Verordnungen ein mehrstufiger Verfahrensgang: Nach einer selbstständigen Untersuchung der ESA (Abs. 2) richtet zunächst die ESA eine Empfehlung (Abs. 3) und sodann die Kommission eine Aufforderung (Abs. 4) an die zuständige Behörde. Hilft diese einer Verletzung unmittelbar gegenüber dem Finanzmarktteilnehmer geltenden Unionsrechts nicht ab, ist die ESA zur Durchsetzung durch Beschluss im Einzelfall befugt (Abs. 6) und darf dazu sogar die „Einstellung jeder Tätigkeit“ anordnen. Zur verfahrensrechtlichen Einordnung der Befugnisse am Beispiel der ESMA vgl. *Kämmerer*, NVwZ 2011, 1281, 1284 ff. („Selbsteintritt à la européenne“); ebenso *Groß*, JZ 2012, 1087, 1089; a.A. hingegen *Lehmann/Manger-Nestler*, EuZW 2010, 87, 91 (Ersatzvornahme); siehe auch *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 25 ff.; zur Kontroverse im Gesetzgebungsprozess *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177 f.

<sup>596</sup> Nach *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 89. Während diese subsidiäre Aufsichtsfunktion bis-

Bisweilen geäußerte Zweifel<sup>597</sup> an der Tragfähigkeit der Rechtsgrundlagen für Maßnahmen bzw. Rechtsakte der Agenturen des ESFS vermögen im Einklang mit einer Entscheidung des EuGH<sup>598</sup> das Vertrauen in die Rechtsgültigkeit der von den ESA erlassenen Normen nicht zu erschüttern. In seinem Urteil stellte der Gerichtshof nicht nur die Vereinbarkeit der streitgegenständlichen Norm mit unionsrechtlichen Vorgaben fest<sup>599</sup>, sondern erkannte auch, dass die Rechtsangleichungskompetenz gem. Art. 114 AEUV eine tragfähige primärrechtliche Ermächtigungsgrundlage für den Erlass der verfahrensgegenständlichen Verordnung darstellte.<sup>600</sup> Nichts anderes kann aber für die – nicht verfahrensgegenständliche – Tragfähigkeit der Binnenmarktkompetenz nach Art. 114 AEUV für den Erlass der ESA-Verordnungen<sup>601</sup> selbst sowie die Befugnis für Kompetenzübertragungen im Rahmen der AIFM-Richtlinie gelten, sodass die nachfolgend diskutierten Befugnisse auch ohne Modifikation des Primärrechts auf die ESMA übertragen werden durften.<sup>602</sup> Rechtsakte, Maßnahmen und Verlautbarungen, die von der ES-

---

lang uneingeschränkt für EBA und EIOPA gilt, ist in Bezug auf die ESMA anzumerken, dass mit der ausschließlichen Aufsicht der ESMA über Ratingagenturen bereits erste genuine Aufsichtsbefugnisse auf europäischer Ebene verankert worden sind, siehe die Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.05.2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU L 146/1 v. 31.05.2013 (*Credit Rating Agency Regulation*).

<sup>597</sup> Vgl. *Häde*, EuZW 2011, 662 f., der anstelle der für die Rechtsetzung gewählten sog. Rechtsangleichungskompetenz gem. Art. 114 AEUV als tragfähige Rechtsgrundlage allein die sog. Flexibilitätsklausel gem. Art. 352 AEUV erachtet, die Fälle erfasst, für welche die erforderlichen Befugnisse in den Verträgen nicht vorgesehen sind. Voraussetzung für den Erlass eines Rechtsakts auf Grundlage des Art. 352 AEUV sind jedoch Einstimmigkeit im Rat, eine Benachrichtigung der nationalen Parlamente durch die Kommission sowie – nach Maßgabe der vom BVerfG geforderten Integrationsverantwortung der deutschen Legislativorgane – nunmehr gem. § 8 S. 1 IntVG der vorherige Erlass eines deutschen Zustimmungsgesetzes, vgl. grundlegend BVerfG, Urt. v. 30.06.2009 – 2 BvE 2/08 u.a., BVerfGE 123, 267 (Lissabon); kritisch auch *Stekmann*, Die Verwaltung 43 (2010) 95, 111 f.

<sup>598</sup> EuGH (Große Kammer), Urt. v. 22.01.2014 – C-270/12 (Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland/Europäisches Parlament), EuZW 2014, 349.

<sup>599</sup> Streitgegenstand war der Umfang der Eingriffsbefugnisse der ESMA nach Art. 28 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.03.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU L 86/1 v. 24.03.2012. Insbesondere seien die der ESMA eingeräumten Befugnisse genau umgrenzt und ihre Maßnahmen gerichtlich überprüfbar, sodass der weite Ermessensspielraum der Behörde nicht zu beanstanden sei, EuGH, a.a.O., Rz. 41 ff.

<sup>600</sup> EuGH, a.a.O., Rz. 99 ff.; anders noch die Schlussanträge des Generalanwalts *Niilo Jääskinen* v. 12.09.2013, dort Rz. 35 ff.

<sup>601</sup> KOM(2009) 503 endg., Erwgr. 10.

<sup>602</sup> Zum einen gewährleisten die Statuten der ESA-Verordnungen ungeachtet der prinzipiellen Unabhängigkeit der Behörden sowohl im Rahmen ihrer Rechtsetzungs- als auch Rechtsdurchsetzungsbefugnisse eine enge rechtsstaatliche Rückkopplung innerhalb des unionsrechtlichen Kompetenzgefüges. Insbesondere beachten sie die Anforderungen der sog. „Meroni-Rechtsprechung“ des EuGH, wonach keine Befugnisse jenseits primärrechtlicher Grundlagen übertragen werden, die Übertragung zudem ausdrücklich und inhaltlich genau umgrenzt erfolgt und gerichtlicher Rechtsschutz gewährleistet wird. Vgl. EuGH, Urt. v. 13.06.1958 – 9/56, Slg. 1958, 11 (Meroni I); *Rötting/Lang*, EuZW

MA bzw. unter ihrer Mitwirkung erlassen wurden, fußen damit auf einer tragfähigen Kompetenzgrundlage.

### c) Rechtsetzungsfunktionen der ESMA

Neben der vorstehend skizzierten Rechtsdurchsetzungsfunktion nehmen die ESA-Behörden auch umfangreiche Rechtsetzungsfunktionen wahr, die auf zweiter bzw. dritter Stufe des Lamfalussy-Verfahrens angesiedelt sind. Dies manifestiert sich in der Erarbeitung von Entwürfen technischer Standards (Level 2)<sup>603</sup> sowie im Erlass von Leitlinien und Empfehlungen (Level 3)<sup>604</sup>. Auch die Konkretisierung der AIFM-RL und ihrer Vergütungsvorgaben erfolgte in signifikantem Umfang durch von der ESMA ausgestaltete oder unmittelbar erlassene Rechtsakte und Verlautbarungen. So stellt die auf einer Empfehlung der ESMA<sup>605</sup> beruhende delegierte Verordnung der Kommission zur Ergänzung der AIFM-RL (nachfolgend: AIFM-DV)<sup>606</sup> den neben der Richtlinie umfangreichsten<sup>607</sup> Rechtsakt dar. Darüber hinaus existiert eine Vielzahl an Level 3-Maßnahmen, innerhalb derer die zu untersuchenden sog. Leitlinien für Vergütungspolitiken<sup>608</sup> hervorzuheben sind.

#### aa) Technische Standards

Bei sogenannten technischen Standards handelt es sich um einen neuen, verbindlichen und unmittelbar geltenden Subtypus abgeleiteten Unionsrechts,<sup>609</sup> deren primäre Rege-

---

2012, 8, 12 f.; *Lehmann/Manger-Nestler*, EuZW 2010, 87 f.; zur EBA *Kohtamäki*, Bankenaufsicht, S. 155 ff. Zum anderen lassen die der ESMA nach Maßgabe der AIFM-RL zugewiesenen Befugnisse keine wesentlichen unmittelbaren Eingriffskompetenzen gegenüber Marktteilnehmern erkennen, die über den durch den Gerichtshof gesteckten Rahmen hinausgehen. Zudem erfordert ein Einschreiten der ESMA gegenüber Marktteilnehmern nach Maßgabe der allgemeinen Kompetenzen für Warnungen (Art. 9 Abs. 3 ESMA-VO) und Verbote (Art. 9 Abs. 5 ESMA-VO) das Vorliegen eines Krisenfalls gem. Art. 18 ESMA-VO bzw. eine anderweitige ausdrückliche Ermächtigung.

<sup>603</sup> Artt. 10, 15 ESMA-VO.

<sup>604</sup> Art. 16 ESMA-VO.

<sup>605</sup> Final Report, ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, ESMA/2011/379 v. 16.11.2011 (nachfolgend: ESMA, AIFMD Level 2 Final Report). Der Umfang des Berichts beläuft sich auf 500 Seiten.

<sup>606</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, ABl. EU L 83/1 v. 22.03.2013 (sog. AIFM-Level 2-Verordnung, kurz: AIFM-DV).

<sup>607</sup> Die AIFM-DV umfasst 117 Artikel auf 95 Seiten des EU-Amtsblatts.

<sup>608</sup> Siehe hierzu unten sub III. 1. b).

<sup>609</sup> Ihre normative Fixierung finden diese zuvor unregelmäßig Delegationsverfahren seit dem Vertrag von

lungsadressaten die nationalen Aufsichtsbehörden sind.<sup>610</sup> Zwar werden sie formell als Verordnung bzw. Beschluss der Kommission erlassen,<sup>611</sup> jedoch soll sich deren Rolle im Verhältnis zu der die Entwürfe ausarbeitenden Behörde im Grundsatz auf eine bloße Billigung bzw. Zustimmung beschränken.<sup>612</sup> Zu differenzieren ist zwischen technischen Regulierungsstandards sowie technischen Durchführungsstandards, deren Unterschiede einerseits in ihrer Rechtsnatur, andererseits in der Art und Weise der Beteiligung von Rat und Parlament am Rechtsetzungsverfahren begründet sind.<sup>613</sup>

Bei technischen Regulierungsstandards (*Regulatory Technical Standards*, RTS<sup>614</sup>) handelt es sich gem. Art. 290 Abs. 1 AEUV um „Rechtsakte ohne Gesetzescharakter mit allgemeiner Geltung zur Ergänzung oder Änderung bestimmter nicht wesentlicher Vorschriften“. Sie können daher höherrangige Rechtsakte, d.h. Richtlinien und Verordnungen, ergänzen oder unwesentliche Vorschriften modifizieren; strategische oder politische Entscheidungen sind hingegen von der Regelungsbefugnis ausgenommen.<sup>615</sup> Ungeachtet der Kompetenzzuweisung<sup>616</sup> für den Erlass dieser delegierten Standards an die Kommission, der damit das Legislativrecht zusteht, obliegen gem. Art. 10 Abs. 1 S. 1 ESMA-VO sowohl das Initiativrecht als auch die Erarbeitung der Entwürfe der ESMA, die diese nach Durchführung eines öffentlichen Anhörungsverfahrens<sup>617</sup> der Kommis-

---

Lissabon nunmehr in Art. 290 AEUV bzw. Art. 291 AEUV, vgl. näher *Sydow*, JZ 2012, 157, 159 ff. Der am 13.12.2007 unterzeichnete und am 01.12.2009 in Kraft getretene Vertrag von Lissabon beinhaltet wesentliche Änderungen des Vertrags über die Europäische Union (EUV) und ersetzt den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) durch den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), veröffentlicht in ABl. EU C 306/1 v. 17.12.2007.

<sup>610</sup> Vgl. Erwgr. 21–25 ESMA-VO, zugleich begründet die unmittelbare Geltung auch eine zumindest reflexhafte Geltung gegenüber Marktteilnehmern.

<sup>611</sup> Art. 10 Abs. 4 bzw. Art. 15 Abs. 4 ESMA-VO.

<sup>612</sup> Siehe Erwgr. 23 S. 2 ESMA-VO. Konkret erfolgt die Annahme eines Vorschlags der ESMA durch die Kommission im Falle technischer Regulierungsstandards durch „Billigung“ (Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 S. 2 ESMA-VO), im Falle technischer Durchführungsstandards durch „Zustimmung“ (Art. 15 Abs. 1 UAbs. 1 S. 3 ESMA-VO).

<sup>613</sup> Vgl. *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 182.

<sup>614</sup> Inoffizielles Akronym in der Terminologie der Europäischen Aufsichtsbehörden.

<sup>615</sup> Art. 10 Abs. 1 UAbs. 2 ESMA-VO; vgl. *Calliess/Ruffert-Ruffert*, Art. 290 AEUV Rn. 2 f.; *Streinz-Gellermann*, Art. 290 AEUV Rn. 6.

<sup>616</sup> Rechtsgrundlage für die Befugnisübertragung ist Art. 11 Abs. 1 S. 1 ESMA-VO.

<sup>617</sup> Eine praktisch bedeutsame Rolle spielt dabei auch die gesetzlich fixierte Beteiligung der Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte (*Securities and Markets Stakeholder Group*, SMSG), die sich aus 30 Vertretern verschiedener Marktteilnehmer zusammensetzt, vgl. zur Zusammensetzung der SMSG Art. 37 Abs. 2 ESMA-VO; zu deren Beteiligung Art. 10 Abs. 1 UAbs. 3 S. 2, Abs. 3 UAbs. 2 S. 2, Art. 15 Abs. 1 UAbs. 2 S. 2, Abs. 3 UAbs. 2 S. 2, Art. 16 Abs. 2 S. 3, Art. 17 Abs. 2 UAbs. 1 sowie Erwgr. 48 ESMA-VO.

sion zur Billigung vorlegt.<sup>618</sup> Kein eigener Regelungsgehalt kommt dagegen technischen Durchführungsstandards (*Implementing Technical Standards*, ITS) zu. Diese können gem. Art. 291 Abs. 2 AEUV von der Kommission erlassen werden, wenn „es einheitlicher Bedingungen für die Durchführung der [...] Rechtsakte“ bedarf.<sup>619</sup> Auch die Erarbeitung von Entwürfen für ITS obliegt gem. Art. 15 Abs. 1 UAbs. 1 ESMA-VO der ESMA, deren Beteiligungsfunktion gegenüber der Kommission dem Verfahren für RTS weitgehend vergleichbar ausgestaltet ist.<sup>620</sup>

Das Rechtsetzungsverfahren für technische Standards lässt zwei kritische Aspekte erkennen. Zum einen sind trotz der *prima facie* eindeutigen sprachlichen Abgrenzung technischer „Regulierungs-“ von „Durchführungsstandards“ objektive Kriterien schwerlich auszumachen, sodass die Akteure des Gesetzgebungsverfahrens angesichts der beschriebenen Unterschiede Anreize zugunsten eines Rückgriffs auf letztere unterliegen können.<sup>621</sup> Zum anderen betont der europäische Gesetzgeber zwar, dass sich technische Standards auf „rein technische Aspekte beschränken[,] die das Fachwissen von Aufsichtsexperten erfordern“<sup>622</sup> und an „keine politischen Entscheidungen geknüpft sind“<sup>623</sup>. Ein aussagekräftiges Kriterium, das eine strikte Trennung sogenannter „technischer“ von „politischen“ Entscheidungen erlaubt, ist den Rechtsakten selbst jedoch nicht zu entnehmen und kann damit im Einzelfall ebenfalls als Quelle potentieller

---

<sup>618</sup> Zuständiges Gremium der ESMA ist der mit qualifizierter Mehrheit entscheidende Rat der Aufseher, in dem die nationalen Aufsichtsbehörden vertreten sind (Artt. 40 Abs. 1, 44 Abs. 1 UAbs. 1 ESMA-VO). Im Gegensatz zur früheren Rechtslage steht der Kommission im weiteren Verfahrensgang keine eigenständige Änderungsbefugnis zu. Vielmehr kann sie einen Entwurf, den sie nicht, nur teilweise oder mit Änderungen billigen möchte, nur nach Berücksichtigung einer Stellungnahme der ESMA in der von ihr beabsichtigten Form verabschieden (vgl. Art. 10 Abs. 1 UAbs. 5–8 ESMA-VO).

<sup>619</sup> Hintergrund ist der Umstand, dass auch bei der Durchführung europäischen Sekundärrechts das unionsrechtliche Subsidiaritätsprinzip zu berücksichtigen ist, vgl. Calliess/Ruffert-Ruffert, Art. 291 AEUV Rn. 6; Streinz-Gellermann, Art. 291 AEUV Rn. 1 ff.

<sup>620</sup> Mangels eigenständigen Regelungsgehalts technischer Durchführungsstandards ist eine unmittelbare Beteiligung des Europäischen Parlaments oder Rates nicht vorgesehen. Allerdings besteht ein Kontrollrecht von Rat und Parlament, wonach die Kommission zur Prüfung einer etwaigen Befugnisüberschreitung des Durchführungsrechtsakts verpflichtet werden kann, siehe Art. 11 der Verordnung (EU) Nr. 182/2011; vgl. Calliess/Ruffert-Ruffert, Art. 291 AEUV Rn. 12 ff.; Streinz-Gellermann, Art. 291 AEUV Rn. 15 ff.

<sup>621</sup> Lehmann/Manger-Nestler, ZBB 2011, 2, 11.

<sup>622</sup> Erwgr. 12 der Richtlinie 2010/78/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010, ABl. EU L 331/120 v. 15.12.2010 (sog. Omnibus-I-RL).

<sup>623</sup> Erwgr. 22 S. 2 ESMA-VO zu technischen Regulierungsstandards.

Kompetenzstreitigkeiten zutage treten.<sup>624</sup>

#### bb) Leitlinien und Empfehlungen

In den „von den technischen Regulierungs- oder Durchführungsstandards nicht abgedeckten Bereichen“<sup>625</sup> erlässt die ESMA gem. Art. 16 ESMA-VO Leitlinien und Empfehlungen (*guidelines and recommendations*)<sup>626</sup>, um mittels dieser Level 3-Maßnahmen „innerhalb des ESFS kohärente, effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken zu schaffen“<sup>627</sup>. Sie gleichen technischen Standards insoweit, als ihre primären Adressaten zwar ebenfalls die nationalen Aufsichtsbehörden sind, sie ihre Geltung indes auch gegenüber Marktteilnehmern entfalten.<sup>628</sup> Auch der Erlass von Leitlinien und Empfehlungen wird regelmäßig durch eine öffentliche Anhörung eingeleitet.<sup>629</sup> Grundlegende Unterschiede zwischen technischen Standards einerseits sowie Leitlinien und Empfehlungen andererseits ergeben sich jedoch über die Erlasskompetenz hinaus aus ihrer Rechtsnatur und der daraus resultierenden Bindungswirkung. In Ermangelung näherer gesetzlicher Präzisierungen ergehen Leitlinien und Empfehlungen nicht rechtsförmig – etwa in Form einer Verordnung oder eines Beschlusses – sondern vielmehr als prinzipiell rechtlich unverbindliche administrative Verlautbarung.<sup>630</sup> Damit ist indes ein differenziertes Kontrollverfahren verbunden: Jede zuständige mitgliedstaatliche Behörde ist verpflichtet, binnen zwei Monaten nach der Herausgabe der Leitlinie oder Empfehlung gegenüber der ESMA zu bestätigen, ob sie dieser nachkommt oder nachzukommen beabsichtigt.<sup>631</sup> Zudem kann die ESMA von Marktteilnehmern verlangen, über die Befolgung von Leitli-

---

<sup>624</sup> Vgl. kritisch auch *Sydow*, JZ 2012, 157.

<sup>625</sup> Erwgr. 26 ESMA-VO.

<sup>626</sup> Grundlegend dazu *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 66 und S. 121 ff.

<sup>627</sup> Art. 16 Abs. 1 ESMA-VO.

<sup>628</sup> Vgl. Art. 16 Abs. 1 ESMA-VO, wonach die ESMA „Leitlinien und Empfehlungen für die zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer“ herausgibt; so auch zur EBA *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 13; eingehend zu Rechtswirkungen von Leitlinien gegenüber Marktteilnehmern *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 171 ff.

<sup>629</sup> Nach Art. 16 Abs. 2 S. 1 und S. 2 ESMA-VO nur „gegebenenfalls“ und soweit sie im Verhältnis zu Umfang, Natur und Folgen der Leitlinien oder Empfehlungen angemessen sind. Eine überblicksartige Auswertung der behördlichen Praxis ergab jedoch, dass die Durchführung einer Anhörung den Regelfall darstellt. Siehe zur fakultativen Beteiligung der SMSG Art. 16 Abs. 2 S. 3 ESMA-VO.

<sup>630</sup> So ausdrücklich Art. 288 Abs. 5 AEUV zu Empfehlungen und Stellungnahmen.

<sup>631</sup> Siehe Art. 16 Abs. 3 UAbs. 2 S. 1 ESMA-VO. Mitteilungen über die Nichteinhaltung sind nur unter Angabe von Gründen (sog. *comply* bzw. *act or explain*) zulässig, Art. 16 Abs. 3 UAbs. 2 S. 2 ESMA-VO. Diese Tatsachen werden anschließend einschließlich angegebener Gründe durch die ESMA veröffentlicht (sog. *naming and shaming*), Art. 16 Abs. 3 UAbs. 3 S. 1 und S. 2 ESMA-VO, vgl. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 12; *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 105 ff.

nien oder Empfehlungen Bericht zu erstatten.<sup>632</sup>

Eine Einordnung von Leitlinien und Empfehlungen in die klassischen Kategorien etatisch-normativer Regelsetzung bereitet Schwierigkeiten. Zwar sind sie im Umkehrschluss zu technischen Standards förmlich unverbindliches Recht<sup>633</sup>, gleichwohl handelt es sich um eine Rechtsquelle und nicht nur eine bloße Rechtserkenntnisquelle<sup>634</sup>. So wird teilweise von einer „Bindungswirkung sui generis [...] die der Wirkung von Richtlinien zumindest nahe kommt“<sup>635</sup> gesprochen und empfohlen, sie im Sinne einer „sekundären Rechtsquelle“<sup>636</sup> bzw. „Hybridform des Rechts“<sup>637</sup> zu verstehen. Leitlinien und Empfehlungen sollen ferner Parallelen zu unionsrechtlichen Maßnahmen im Wettbewerbsrecht bzw. der Geldpolitik aufweisen.<sup>638</sup> Rechtstheoretische Erwägungen allein vermögen jedoch nicht alle Determinanten einer maßgeblich faktisch geprägten Rechtsbefolgung und -durchsetzung erschöpfend zu erfassen. Institutionelle Bedingungen, die eine solche faktische Bindungswirkung erwarten lassen<sup>639</sup>, sind etwa im hohen Detailgrad der Leitlinien und Empfehlungen, in begrenzten Aufsichtskapazitäten nationaler Behörden und zunehmenden Erwartungen institutioneller Anleger an ein sich in jeder Hinsicht regelkonform (*compliant*) verhaltendes Fondsmanagement zu suchen.

---

<sup>632</sup> Art. 16 Abs. 3 UAbs. 4 ESMA-VO. Voraussetzung ist, dass „dies gemäß der Leitlinie oder Empfehlung erforderlich ist“, wobei sich aus dem englischen Wortlaut der Norm („*required by that guideline or recommendation*“) ergibt, dass keine materielle Wertung einer „Erforderlichkeit“ verlangt wird, sondern allein auf eine Verankerung dieser Pflicht in der betreffenden Leitlinie oder Empfehlung abzustellen ist. An eine Nichtbefolgung dieser Pflicht sind jedoch – mangels Ermächtigung der ESMA zur Veröffentlichung dieser Angaben – keine rechtlichen Konsequenzen gebunden, *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 13.

<sup>633</sup> Vgl. *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 66. Diese Auffassung findet auch im Selbstverständnis der Behörde Bestätigung, ESMA, Frequently Asked Questions, ESMA/2011/009, S. 5: „*guidelines and standards which are not legally binding*“.

<sup>634</sup> Bei Rechtserkenntnisquellen – wie etwa privater Normsetzung, Richterrecht oder Verwaltungsvorschriften – handele es sich um rechtlich nicht bindende Einflussfaktoren, denen es an einer Allgemeinverbindlichkeit fehlt, vgl. *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 94 f.

<sup>635</sup> Vgl. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 12 f.

<sup>636</sup> Vgl. *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 121 ff.

<sup>637</sup> So *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 23 f., der zugleich einen „Abschied von der Dichotomie der Rechtsquellenlehre“ postuliert, *ders.*, S. 93.

<sup>638</sup> Vgl. *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 13 m.w.N. zu Leitlinien im Rahmen des ESZB; eingehend *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen, S. 121 ff., der vorschlägt, die wettbewerbsrechtliche sog. Grimaldi-Rechtsprechung des EuGH zu Empfehlungen auf Leitlinien entsprechend anzuwenden; vgl. EuGH, Urt. v. 13.12.1989 – C-322/88, Slg. 1989, I-4407 (Grimaldi).

<sup>639</sup> So erwarten *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177, 183 „einen erheblichen faktischen Druck“.

#### d) Einordnung und Bewertung

Den ESA-Behörden kommt im Rahmen der Richtlinienkonkretisierung eine tragende Funktion zu<sup>640</sup>, deren Intensität und Umfang deutlich über die nach traditionellem Verständnis rein beratende Funktion von Experten im Rahmen einer Anhörung in parlamentarischen Gesetzgebungsverfahren hinausgeht. Während der von der ESMA zentral getragene „Ausbau der internationalen Koordinierung bei der Aufsicht“<sup>641</sup> unbestreitbar positiv zu bewerten ist, ist die infolge detaillierter mehrstufiger *Lamfalussy*-Rechtsakte zu erwartende umfassende europäische Harmonisierung des Aufsichtsrechts jedenfalls kritisch zu beleuchten.<sup>642</sup> Vordergründig scheint dies zwar notwendig, um „mittels einer soliden, wirksamen und kohärenten Regulierung und Überwachung“<sup>643</sup> Aufsichtsarbitrage verhindern und gleiche Wettbewerbsbedingungen fördern zu können.<sup>644</sup> Damit einher geht jedoch zwangsläufig ein Verlust residualer Regulierungsspielräume der primär (bislang noch) zuständigen nationalen Behörden, die angesichts der „Vielfalt der Marktstrukturen“ und „rechtstatsächlicher Unterschiede“<sup>645</sup> zu befürworten sind. Ihre kompetenziell verbliebene Zuständigkeit wird somit über den Weg vereinheitlichender Rechtsnormen deutlich beschränkt, wenn nicht gar stellenweise ausgehöhlt. Dieses Rechtsetzungsverfahren begegnet vor dem Hintergrund der begrenzten demokratischen Legitimation bzw. institutionellen Rückkopplung der rechtsetzenden Behörden sowie einem unionsrechtlichen Wesentlichkeitsgrundsatz<sup>646</sup> ernstzunehmenden Bedenken.<sup>647</sup> Abschließend ist jedoch zu beachten, dass die nationalen Aufseher keineswegs nur Adressaten der ihr Handeln begrenzenden Rechtsakte sind, sondern über ihre institutionelle Einbettung in die Organisationsstrukturen und Verfahren auf europäischer Ebene maßgeblich an der Regelbildung mitwirken.<sup>648</sup> Zudem stellt sich die institutionelle Konzep-

---

<sup>640</sup> *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 9 identifizieren „eine Art europäische „Superaufsicht“, die mit Institutionen wie der US-amerikanischen [...] SEC zumindest dem Auftrag nach konkurrieren kann“.

<sup>641</sup> Art. 1 Abs. 5 lit. c) ESMA-VO.

<sup>642</sup> Vgl. auch *Binder*, GPR 2011, 34, 38.

<sup>643</sup> Art. 1 Abs. 5 lit. a) ESMA-VO.

<sup>644</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 5 lit. d) ESMA-VO.

<sup>645</sup> *Binder*, GPR 2011, 34, 38.

<sup>646</sup> Danach muss eine Ermächtigungsgrundlage nicht nur politische Kernprinzipien, sondern auch die wesentlichen Bestandteile einer Regelung beinhalten, vgl. *Langenbacher*, ZEuP 2002, 265, 283 f.

<sup>647</sup> Vgl. etwa *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8, 12 ff.

<sup>648</sup> Siehe dazu oben sub b) aa) und c).

tion der Aufsichts- und Rechtsetzungsbefugnisse der ESMA als eine eng in das unionsrechtliche Kompetenzgefüge eingebettete und kompetenziell sorgfältig ausbalancierte Ausgestaltung administrativer bzw. legislativer Hoheitsbefugnisse dar, die damit einen grundsätzlich geeigneten Rahmen für die Verbesserung der „Qualität und Kohärenz“<sup>649</sup> der Finanzmarktaufsicht bietet.

## 2. KAGB und nationale Durchführungsbestimmungen

### a) Genese des Kapitalanlagerechts auf nationaler Ebene

Die verhältnismäßig junge Rechtsmaterie des deutschen Kapitalanlagerechts zeichnete sich vor Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) durch Inkonsistenzen und eine beispiellose Zersplitterung aus, die auch durch das KAGB nicht vollständig beseitigt wurde. Ausgangspunkt ist das 1957 in Kraft getretene Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)<sup>650</sup>, das 1969 um das Auslandsinvestmentgesetz (AuslInvestmG)<sup>651</sup>, das den Vertrieb ausländischer Fonds im Inland regelte, ergänzt wurde.<sup>652</sup> Nach mehreren rein nationalrechtlichen Ergänzungen des KAGG erforderte insbesondere die 1985 mit Inkrafttreten der Investmentfonds-Richtlinie<sup>653</sup> (OGAW I-RL)<sup>654</sup> einsetzende europäische Mindestharmonisierung<sup>655</sup> der Wertpapierfondsmärkte weitere Anpassungen. Diese erfuhr 2001 durch die sog. Verwaltungsrichtlinie<sup>656</sup> und die sog. Produktrichtli-

---

<sup>649</sup> Vgl. Erwgr. 5 S. 2 ESMA-VO.

<sup>650</sup> Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften v. 16.04.1957, BGBl. I, S. 378, vgl. von Caemmerer, JZ 1958, 41 ff.

<sup>651</sup> Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (AuslInvestmG) v. 28.07.1969, BGBl. I, S. 986.

<sup>652</sup> Zur Entwicklung des Kapitalanlagerechts vgl. eingehend Assmann, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 1 Rn. 5 ff.; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 30 ff.; Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 554 ff.; Jesch/Klebeck/Bragrock, in: Jesch/Klebeck/Dobrauz (Hrsg.), Investmentrecht, S. 4 ff.; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Emde, S. 14 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders, S. 1 ff.

<sup>653</sup> Richtlinie 85/611/EWG des Rates v. 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, ABl. EG L 375/3 v. 31.12.1985 (sog. OGAW I-Richtlinie), geändert durch die Richtlinie 88/220/EWG v. 22.03.1988 über die Änderung der Richtlinie 85/611/EWG, ABl. EG L 100/31 v. 19.04.1988.

<sup>654</sup> Zentraler Begriff der Richtlinie ist jener der „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (OGAW) bzw. „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities“ (UCITS). Das nationale Recht knüpfte an diesen vormals mit dem Begriff des „richtlinienkonformen Sondervermögens“ an, vgl. § 1 S. 1 Nr. 4 InvG.

<sup>655</sup> Vgl. zu diesem Prozess Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 194 ff.

<sup>656</sup> Richtlinie 2001/107/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.01.2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festle-

nie<sup>657</sup> (gemeinsam kurz: OGAW III) erhebliche Änderungen.

Einer der Grundgedanken lag darin, den europäischen Binnenmarkt für Investmentfonds für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Fondsprodukten sowie auch für grenzüberschreitende Verwaltungstätigkeiten von Fondsmanagern durch Anwendung des sog. Herkunftslandprinzips zu öffnen. Die regulatorische Aufsicht der Marktteilnehmer und Produkte erfolgt dabei primär durch die Aufsichtsbehörden des jeweiligen Herkunftsstaats, deren behördliche Zulassungsakte aufgrund des damit verbundenen sog. „Europäischen Passes“ (*Management Company Passport*) durch die übrigen Mitgliedstaaten anzuerkennen sind. Die erforderliche Umsetzung dieser Richtlinienvorgaben nahm der Gesetzgeber zum Anlass, mit dem Investmentmodernisierungsgesetz<sup>658</sup> KAGG und AusInvestmG durch das 2004 in Kraft getretene Investmentgesetz (InvG) sowie das Investmentsteuergesetz (InvStG) zu ersetzen.<sup>659</sup> Es folgten 2007 das Investmentänderungsgesetz,<sup>660</sup> das verschiedene Mängel des InvG ausbesserte,<sup>661</sup> sowie 2009 infolge der Umsetzung einer weiteren europäischen Änderungsrichtlinie<sup>662</sup> (OGAW IV) eine letzte umfassende Änderung des InvG 2009 durch das OGAW IV-Umsetzungsgesetz<sup>663</sup>. Im Zentrum dieser Neuerungen stand die Verbesserung der bereits durch OGAW III eingeführten grenzüberschreitenden Fondsverwaltungs- und Vertriebstätigkeiten. Darüber hinaus wurden Pflichten zur Erstellung bzw. Übergabe von sog. wesentlichen An-

---

zung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte, ABl. EG L 41/20 v. 13.02.2002.

<sup>657</sup> Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.01.2002 zur Änderung der Richtlinie 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, ABl. EG 41/35 v. 13.02.2002.

<sup>658</sup> Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) v. 15.12.2003, BGBl. I, S. 2676.

<sup>659</sup> Vgl. zu dieser nationalen Sonderregulierung für Single- und Dach-Hedgefonds *Spindler/Bednarz*, WM 2006, 553, 556; *Majcen*, Hedgefonds-Domizile, S. 47 ff.; *Schmies*, Hedgefonds, S. 247 ff.

<sup>660</sup> Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) v. 21.12.2007, BGBl. I, S. 3089.

<sup>661</sup> So verlor etwa die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) i.S.d. InvG ihre frühere Eigenschaft als Kreditinstitut i.S.d. KWG.

<sup>662</sup> Richtlinie 2009/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 13.07.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EU L 302/32 v. 17.11.2009.

<sup>663</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren v. 22.06.2011, BGBl. I, S. 1126; vgl. zu den Neuerungen i.R.d. OGAW IV-Umsetzungsgesetzes *Blankenheim*, ZBB 2011, 344 ff.; *Bujotzek/Steinmüller*, DB 2011, 2246 ff. und 2305 ff.

legerinformationen<sup>664</sup> eingeführt, die den sog. vereinfachten Verkaufsprospekt ersetzen und Kleinanlegern in einem zweiseitigen Dokument die wichtigsten Fakten eines Anlageprodukts vermitteln sollen. Nähere Konkretisierungen vollzogen europäische Durchführungsrechtsakte.<sup>665</sup>

Einen nationalen Sonderweg der Regulierung alternativer Kapitalanlagevehikel stellten das Unternehmensbeteiligungsgesetz (UBGG)<sup>666</sup> von 1987 sowie das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG)<sup>667</sup> von 2008 dar, deren erklärtes Ziel eine freiwillige Regulierung von Private Equity bzw. Venture Capital-Fonds durch die Anreize eines staatlichen Bezeichnungsschutzes sowie steuerlicher Vergünstigungen<sup>668</sup> war. Nach Außerkrafttreten des WKBG<sup>669</sup> zum 24.12.2013 darf auch dem UBGG aufgrund schwacher Rezeption ein Abschied in die normative Bedeutungslosigkeit prognostiziert werden. Als gesetzgeberische Reaktion auf Buyout-Strategien erfuhren 2008 durch das Risikobegrenzungsgesetz<sup>670</sup> gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Vorschriften punktuelle

---

<sup>664</sup> Damit enthält das Finanzmarktregulierungsrecht nun – bei abweichender Terminologie – vergleichbare Regelungen für unterschiedliche Produkte: Im kapitalanlagerechtlichen Kontext enthalten §§ 164 ff. und §§ 268 ff. KAGB eine Pflicht zur Erstellung „wesentlicher Anlegerinformationen“ für Publikumsinvestmentvermögen. Dies greifen die wertpapierhandelsrechtlichen Anforderungen an ein „kurzes und leicht verständliches Informationsblatt“ (auch: Produktinformationsblatt bzw. *Key Investor Information Document*, KIID) gem. § 31 Abs. 3a WpHG a.F. (§ 64 Abs. 2 WpHG n.F.) i.V.m. § 5a WpDVerOV a.F. (§ 4 WpDVerOV-E) auf, das auch Kostenangaben enthalten muss. Für Vermögensanlagen ist gem. § 13 VermAnlG ein „Vermögensanlagen-Informationsblatt“ zu erstellen, das als wesentliche Informationen auch die mit der Anlage verbundenen Kosten und Provisionen enthalten muss (§ 13 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG). Entsprechende Anforderungen enthalten für sog. verpackte Anlageprodukte die Artt. 5–14 der zum 01.01.2018 in Kraft getretenen Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (*Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*, PRIIP) v. 26.01.2014, ABl. EU L 352/1 v. 09.12.2014.

<sup>665</sup> Vgl. die Durchführungsrichtlinien 2010/43/EU und 2010/44/EU der Kommission und die Verordnungen (EU) Nr. 583/2010 und 584/2010 der Kommission, sämtliche Rechtsakte v. 01.07.2010.

<sup>666</sup> Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften v. 17.12.1986 i.d.F. der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I, S. 2765; vgl. Feldhaus/Veith-Feldhaus, S. 111 ff.; Striegel/Wiesbrock/Jesch-Wiesbrock, S. 5 ff.

<sup>667</sup> Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen, eingeführt durch Art. 1 des Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen v. 12.08.2008, BGBl. I, S. 1672; vgl. Feldhaus/Veith-Veith, S. 341 ff.; Striegel/Wiesbrock/Jesch-Swoboda/Silberberger, S. 89 ff.; zur Rolle rechtlicher Rahmenbedingungen für Wagniskapitalmärkte *Weitnauer*, *Venture Capital*, S. 18 ff.

<sup>668</sup> Europarechtliche Einwände gegen die beabsichtigte Gewerbesteuerbefreiung und die Behandlung steuerlicher Verlustvorträge hatten jedoch zur Folge, dass die entscheidenden Vorteile einer Anerkennung als Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft i.S.d. § 3 WKBG entfielen und das Gesetz keinerlei praktische Bedeutung entfaltete. Vgl. kritisch bereits *Leible/Lehmann*, NZG 2008, 729, 733 f.

<sup>669</sup> Aufgehoben durch Gesetz v. 18.12.2013 (Art. 7 AIFM-StAnpG), BGBl. I, S. 4318.

<sup>670</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken v. 12.08.2008, BGBl. I, S. 1666; vgl. *Fleischer*, ZGR 2008, 185 ff.; kritisch zum Entwurf *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116 ff.

Änderungen. Den Schutz von Kleinanlegern verfolgt schließlich das 2011 in Kraft getretene Vermögensanlagenengesetz (VermAnlG).<sup>671</sup> Dieses im Verhältnis zum KAGB subsidiäre<sup>672</sup> Spezialgesetz unterwirft Emittenten von Vermögensanlagen<sup>673</sup> Informationspflichten sowie besonderen Haftungstatbeständen und löste das Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG)<sup>674</sup> ab.

Die bereits infolge der Umsetzung der OGAW-Richtlinien deutlich erkennbare europarechtliche Präformierung des deutschen Kapitalanlagerechts erreichte infolge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie mit Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) eine neue Dimension:<sup>675</sup> Der zuvor sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene weitgehend unregulierter Markt der alternativen Investmentfonds wurde damit erstmals einer umfassenden staatlichen Regulierung unterworfen. Das KAGB ersetzte das frühere Investmentgesetz (InvG) und führte die beiden europäischen Fondsregulierungsregime der OGAW- und der AIFM-RL in einem einheitlichen, umfangreichen und dogmatisch anspruchsvollen Regelwerk zusammen. Nachdem eine Umsetzung der zum 01.07.2011 in Kraft getretenen AIFM-Richtlinie zunächst durch Ergänzungen des InvG, des KWG oder durch Schaffung eines „AIFM-Gesetzes“ diskutiert worden waren<sup>676</sup>,

---

<sup>671</sup> Eingeführt durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts v. 06.12.2011, BGBl. I, S. 2481. Konkretisiert werden die Vorgaben des VermAnlG durch die Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (VermVerkProspV), vgl. dazu *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 ff.; *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177 ff. Erheblich modifiziert wurde das VermAnlG durch das Kleinanlegerschutzgesetz v. 03.07.2015, BGBl. I, S. 1114, durch das u.a. der Anwendungsbereich prospektpflichtiger Vermögensanlagen erweitert (§ 2 Abs. 2 VermAnlG), eine Mindestlaufzeit von 24 Monaten für Vermögensanlagen eingeführt (§ 5a S. 1 VermAnlG) und Werbebeschränkungen (§ 12 und § 16 VermAnlG) verankert wurden, vgl. näher *Möllers/Kastl*, NZG 2015, 849 ff.

<sup>672</sup> Der Anwendungsbereich des VermAnlG ist gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG durch die Qualifikation einer Beteiligung als Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB gesperrt.

<sup>673</sup> Als Vermögensanlagen qualifizieren gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG Unternehmensbeteiligungen (Nr. 1), Treuhandvermögen (Nr. 2), partiarische Darlehen (Nr. 3), Nachrangdarlehen (Nr. 4), Genussrechte (Nr. 5), Namensschuldverschreibungen (Nr. 6) sowie sonstige wirtschaftlich vergleichbare Anlagen (Nr. 7).

<sup>674</sup> Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte und zur Änderung von Vorschriften über Wertpapiere v. 13.12.1990, BGBl. I, S. 2749. Seit der Überführung der Prospektpflicht für Wertpapiere in das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) zum 01.07.2005 beschränkte sich der Regelungsgehalt des VerkProspG auf Vorgaben zum Inhalt des Verkaufsprospekts für nicht in Wertpapieren verbriefte Vermögensanlagen.

<sup>675</sup> Vgl. noch zu den Anforderungen der AIFM-Richtlinie *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 ff. und 1441 ff.; *Möllers*, WM 2011, 1537 ff.; *Weitnauer*, BKR 2011, 143 ff.; *Hesse/Lamsa*, CFL 2011, 39 ff.; *Teichmann/Brunner*, CFL 2011, 321 ff.; *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 ff.; *Söhner*, WM 2011, 2121 ff.; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 ff.

<sup>676</sup> Vgl. *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 f.

offenbarte der am 20.07.2012 vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) vorgelegte Referentenentwurf eines AIFM-Umsetzungsgesetzes (AIFM-UmsG)<sup>677</sup> den Willen des Gesetzgebers zu einer Zusammenführung beider europäischer Richtlinien in einer einheitlichen Kodifikation. Kritik am Referentenentwurf zielte zuvörderst auf das beabsichtigte Verbot der Auflegung neuer offener Immobilienfonds<sup>678</sup>, Anlagerestriktionen für Publikumsfonds sowie Beschränkungen des Anlegerkreises von Spezialfonds.<sup>679</sup> Diese Einwände griff bereits ein (unveröffentlichter) deutlich überarbeiteter Entwurf des BMF auf, der weitgehend unverändert von der Bundesregierung als Gesetzentwurf<sup>680</sup> beschlossen wurde und nach der Verabschiedung am 22.07.2013 in Kraft trat. Bereits ein Jahr nach Inkrafttreten erfuhren durch ein zum 18.07.2014 in Kraft getretenes Anpassungsgesetz<sup>681</sup> zahlreiche Regelungen des KAGB sowie weiterer Finanzmarktgesetze erste Änderungen, die zu weiten Teilen der engen Verknüpfung mit einer zuvor unvollständigen unionsrechtlichen Regulierungsgrundlage geschuldet waren.

Das nun 358 Paragraphen umfassende KAGB verweist vielfach auf europäische Rechtsakte und enthält eine Vielzahl von Verordnungsermächtigungen sowie unbestimmter Rechtsbegriffe, bei deren Konkretisierung und Interpretation der BaFin eine zentrale Rolle zufällt. Insbesondere durch den Erlass normkonkretisierender Rechtsverordnungen<sup>682</sup> sowie die zur Erläuterung der Verwaltungspraxis veröffentlichten norminterpretierenden Bekanntmachungen ohne eigenen Normcharakter<sup>683</sup> prägt die Aufsichtsbe-

---

<sup>677</sup> Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 20.07.2012.

<sup>678</sup> Vgl. zu Änderungen für Immobilienfonds i.R.d. AIFM-UmsG *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 ff.

<sup>679</sup> Vgl. zur Kritik m.w.N. *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89, Fn. 5.

<sup>680</sup> Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 06.02.2013 (AIFM-UmsG-RegE), BT-Drs. 17/12294.

<sup>681</sup> Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes v. 15.07.2014, BGBl. I, S. 934.

<sup>682</sup> Die Verordnungsermächtigung für eine Vielzahl von Rechtsverordnungen auf Grundlage des KAGB wurden durch das BMF auf die BaFin als Subdelegatarin übertragen, vgl. § 1 Nr. 3a Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht v. 13.12.2002, BGBl. I, S. 3.

<sup>683</sup> Zwar handelt es sich bei diesen Bekanntmachungen bzw. Kundgaben, die etwa als umfangreiche „Rundschreiben“ bzw. weniger umfangreich als „Merkblatt“, „Auslegungsentscheidung“ oder „Häufige Fragen“ ergehen, lediglich um Verwaltungsvorschriften, nicht aber um Rechtsvorschriften mit Bindungswirkung im Außenverhältnis; gleichwohl entfalten sie aufgrund der Veröffentlichung und Anwendung durch die Verwaltung eine faktische Außenwirkung, *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Emde*, § 5 Rn. 9; vgl. auch *Walla*, Kapitalmarktaufsicht, S. 60 ff. Im Einzelnen ist zu unter-

hörde die Umsetzung und Anwendung des Kapitalanlagerechts in erheblichem Umfang. Nahezu parallel hierzu vollzog sich auf europäischer Regulierungsebene mit der Einführung des Europäischen Risikokapitalfonds (*European Venture Capital Fund*, EuVECA)<sup>684</sup> sowie des Europäischen Fonds für soziales Unternehmertum (*European Social Entrepreneurship Fund*, EuSEF)<sup>685</sup> ein erster Schritt hin zu einem genuin unionsrechtlichen Regulierungsregime für alternative Investmentfonds. Als weiterer europäischer Fondstypus wurde darüber hinaus jüngst der europäische langfristige Investmentfonds (*European Long-Term Investment Fund*, ELTIF) eingeführt.<sup>686</sup> Weitere Änderungen im Bereich der Wertpapierfondsregulierung erfolgten zudem im Rahmen der OGAW V-Richtlinie<sup>687</sup> und der EU-Verordnung über Geldmarktfonds (*Money Market Funds*, MMF).<sup>688</sup> Darüber hinaus erfassen Vorschriften der EU-Kapitaladäquanzverordnung (*Capital Requirements Regulation*, CRR)<sup>689</sup> als indirekte Regulierungsnormen sog.

---

scheiden zwischen norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften, die sich auf unbestimmte Rechtsbegriffe ohne Beurteilungsspielraum beziehen, und normkonkretisierenden Verwaltungsvorschriften, die sich auf unbestimmte Rechtsbegriffe mit Beurteilungsspielraum beziehen, Stelkens/Bonk/Sachs-*Schmitz*, § 1 Rn. 212 ff. Rundschreiben der BaFin kommt in diesem Sinne allein eine Norminterpretationsfunktion zu, vgl. VGH Kassel, Urt. v. 31.05.2006 – 6 UE 3256/05, WM 2007, 392, 393; zum wertpapierhandelsrechtlichen sog. Emittentenleitfaden auch BGH, Beschl. v. 25. 2. 2008 – II ZB 9/07 (DaimlerChrysler/Schrepp), WM 2008, 300, 303 Rn. 24.

<sup>684</sup> Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABl. EU L 115/1 v. 25.04.2013 (EuVECA-VO); vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-*Weitnauer*, Anhang 3 – EuVECA-VO; *Siering/Izzo-Wagner*, BKR 2014, 242 ff.; noch zum Entwurf *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 ff.; *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21 ff.

<sup>685</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, ABl. EU L 115/18 v. 25.04.2013 (EuSEF-VO).

<sup>686</sup> Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 29.04.2015 über europäische langfristige Investmentfonds, ABl. EU L 123/98 v. 19.05.2015; vgl. *Zetzsche*, ZBB 2015, 362 ff.; noch zum Vorschlag *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 315 ff.

<sup>687</sup> Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 23.07.2014 zur Änderung der Richtlinie 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, ABl. EU L 257/186 v. 28.08.2014; siehe nunmehr das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 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 v. 23.09.2015 (sog. OGAW V-Umsetzungsgesetz), BGBl. I, S. 348.

<sup>688</sup> Vgl. die zum 21.07.2018 in Kraft tretende Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.06.2017 über Geldmarktfonds, ABl. EU L 169/8 v. 30.06.2017 (MMF-VO). Die Verordnung gilt für OGAW und AIF, die in kurzfristige Vermögenswerte investieren und auf geldmarktsatzkonforme Renditen oder die Wertbeständigkeit der Anlage abstellen (Art. 1 Abs. 1 MMF-VO). Ihre Vorgaben zielen auf eine Verbesserung der Liquidität und Diversifikation der Fonds. Sie enthält unter anderem Vorschriften zu liquiditätssteuernden Rückgabegebühren für bestimmte Fonds (vgl. Erwgr. 48, Art. 34 Abs. 1 lit. a) i) und Abs. 2 lit. b) i) MMF-VO).

<sup>689</sup> Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 26.06.2013 über Auf-

Schattenbanken<sup>690</sup>.

Angesichts der erheblichen Dynamik der Regulierungsmaterie steht in Anlehnung an Zöllners Diktum von der „Aktienrechtsreform in Permanenz“<sup>691</sup> zu besorgen, dass eine vergleichbare Entwicklung auch dem Kapitalanlagegesetzrecht beschieden ist. Diese „Kapitalanlagegesetzrechtsreform in Permanenz“ wird sich dabei in entscheidendem Maße auf der Ebene des Unionsrechts vollziehen. Neben einer fortschreitenden Mindestharmonisierung durch das Instrument der Richtlinie sind dabei bereits Ansätze eines europäischen Kapitalanlagegesetzrechts auf der Grundlage von Verordnungen zu verzeichnen, die als Grundsteine für eine künftige Entwicklung dieser Rechtsmaterie hin zu einer Vollharmonisierung gedeutet werden können.<sup>692</sup>

#### b) Systematik, Terminologie und Pflichten des KAGB

Die Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs markierte, indem nun ein umfassender Regulierungsansatz Platz greift, einen regulatorischen Paradigmenwechsel. Das einer kodifikatorischen Systematik folgende Gesetz ist in sieben Kapitel unterteilt, die allgemeine Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und Investmentvermögen (Kapitel 1) produktbezogenen Regelungen zu Publikumsinvestmentvermögen (Kapitel 2) sowie inländischen Spezial-AIF (Kapitel 3) voranstellen und diese um Vertriebsvorgaben (Kapitel 4) sowie Sanktions- und Übergangsvorschriften (Kapitel 7) ergänzen.<sup>693</sup>

##### aa) Verwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle

Zentrales Anknüpfungsmoment des Kapitalanlagegesetzrechts ist der gesetzlich geschützte Begriff<sup>694</sup> des Investmentvermögens gem. § 1 Abs. 1 KAGB, wobei den europäischen

---

sichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU L 176/1 v. 27.06.2013.

<sup>690</sup> Nach Art. 395 Abs. 2 UAbs. 1 CRR handelt es sich bei sog. Schattenbankunternehmen um solche, „die außerhalb eines Regelungsrahmens Banktätigkeiten ausüben“. Vgl. näher BaFin, Rundschreiben 8/2016 (BA) - Obergrenzen für Risikopositionen gegenüber Schattenbanken v. 02.12.2016, Gz. BA 52-FR 1903-2016/0001. Siehe zuvor Europäische Kommission, Grünbuch Schattenbankenwesen v. 19.03.2012, COM(2012) 102 final; dazu *Rudolph*, ZfbF 2012, 846 ff.

<sup>691</sup> Vgl. *Zöllner*, AG 1994, 336 ff.; ausführlich zudem *Seibert*, AG 2002, 417 ff.

<sup>692</sup> Vgl. auch *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz* (Hrsg.), *Investmentrecht*, S. 25 ff.

<sup>693</sup> Vgl. einführend *Eckhold/Balzer*, in: *Kapitalanlagegesetzrechts-Handbuch*, § 22 Rn. 1 ff.; *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 ff.; *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 ff.; *Wallach*, RdF 2013, 92 ff.; *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 ff.; *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 ff.

<sup>694</sup> Die Bezeichnungen „Kapitalverwaltungsgesellschaft“, „Investmentvermögen“, „Investmentfonds“ oder „Investmentgesellschaft“ sowie „Investmentaktiengesellschaft“ und „Investmentkommanditgesellschaft“ genießen gem. § 3 Abs. 1 KAGB gesetzlichen Bezeichnungsschutz; dabei sind gem. § 3

Richtlinienvorgaben entsprechend zwischen OGAW und AIF differenziert wird.<sup>695</sup> Die Verwaltung von Investmentvermögen unterliegt gem. § 20 Abs. 1 S. 1 KAGB einem Erlaubnisvorbehalt für den Geschäftsbetrieb einer Kapitalverwaltungsgesellschaft i.S.d. § 17 KAGB, dessen Bedeutung durch eine Strafbewehrung<sup>696</sup> herausgestellt wird. Kennzeichnendes Merkmal der AIFM-RL ist die Abkehr vom produktbezogenen Regulierungskonzept der OGAW-RL zugunsten eines Ansatzes, der den Verwalter alternativer Investmentvermögen (AIFM) als zentralen Regulierungsadressaten in den Fokus rückt. Das KAGB adressiert in Zusammenführung beider Regulierungskonzepte die Verwaltungsgesellschaft als zentrales Normsubjekt aufsichtsrechtlicher Pflichten, deren jeweilige Ausprägung spezifizierende Präfixe kennzeichnen: Der Oberbegriff der Verwaltungsgesellschaft umfasst gem. § 1 Abs. 14 S. 1 KAGB sowohl AIF-Verwaltungsgesellschaften als auch OGAW-Verwaltungsgesellschaften. Der Terminus der AIF-Verwaltungsgesellschaft gem. § 1 Abs. 14 S. 2 KAGB ist wiederum Sammelbegriff für (inländische) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften sowie ausländische Verwaltungsgesellschaften.<sup>697</sup>

Die im Folgenden zu betrachtenden Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGGen) definiert § 17 Abs. 1 S. 1 KAGB als „Unternehmen mit satzungsmäßigem Sitz und Haupt-

---

Abs. 5 KAGB die §§ 42, 43 KWG entsprechend anzuwenden. Ergänzend schreibt § 4 Abs. 1 KAGB – ohne aber inhaltlich über die handelsrechtlichen Vorgaben gem. § 18 Abs. 2 HGB hinauszugehen – das firmenrechtliche Irreführungsverbot fort, vgl. *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483, 488 f.; a.A. *Casper*, ZHR 179 (2015), 44, 56. Weitere Bezeichnungsvorgaben für Publikumsinvestmentvermögen enthält BaFin, Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Absatz 2 Kapitalanlagegesetzbuch und weitere Transparenzanforderungen an bestimmte Fondskategorien v. 22.07.2013 i.d.F. v. 17.04.2015 (Fondskategorien-Richtlinie).

<sup>695</sup> Siehe zum Begriff des Investmentvermögens sogleich unten sub c) aa).

<sup>696</sup> Gemäß § 339 Abs. 1 KAGB wird mit bis zu drei Jahren Freiheitsstrafe bestraft, wer das Geschäft einer KVG ohne die erforderliche Erlaubnis gem. § 20 KAGB (Nr. 1) oder die erforderliche Registrierung gem. § 44 KAGB (Nr. 2) betreibt; dazu *Baur/Tappen-Herberger*, § 339 Rn 13 ff.; *Demleitner*, BB 2014, 2058, 2060. Weiterhin ist eine Vielzahl kapitalanlagerechtlicher Pflichten gem. § 340 KAGB bußgeldbewehrt, vgl. rechtsgebietsübergreifend *Canzler/Hammermaier*, AG 2014, 57 ff. Darüber hinaus gewährt § 342 KAGB Anlegern und Kunden das Recht, wegen behaupteter Verstöße gegen das Gesetz Beschwerde bei der BaFin einzulegen (Abs. 1) oder als Verbraucher eine Schlichtungsstelle anzurufen (Abs. 3). Näheres regelt die Verordnung über die Schlichtungsstelle nach § 342 des Kapitalanlagegesetzbuches v. 24.07.2013, BGBl. I, S. 2479.

<sup>697</sup> Bei AIF-KVGGen handelt es sich gem. § 1 Abs. 16 KAGB um KVGGen i.S.d. § 17 KAGB, die mindestens einen AIF verwalten oder zu verwalten beabsichtigen. „EU-Verwaltungsgesellschaften“, sind gem. § 1 Abs. 17 KAGB Unternehmen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der EU bzw. des EWR, die den Anforderungen für die Verwaltung von Investmentvermögen nach der OGAW- bzw. der AIFM-RL entsprechen. „Ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften“ definiert § 1 Abs. 18 KAGB als Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat, die den Anforderungen an einen Verwalter alternativer Investmentfonds im Sinne der Richtlinie 2011/61/EU entsprechen. Für eine überblicksartige Einordnung grenzüberschreitender Sachverhalte siehe sogleich sub d) bb).

verwaltung im Inland, deren Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, inländische Investmentvermögen, EU-Investmentvermögen oder ausländische AIF zu verwalten.“ Dabei unterscheidet das Gesetz zwischen der externen KVG, die vom Investmentvermögen oder in dessen Namen bestellt ist (§ 17 Abs. 2 Nr. 1 KAGB), sowie der internen KVG, bei der es sich um das Investmentvermögen selbst handelt (§ 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB). Aufgrund der wirtschaftlichen Vorteile stellt die externe Organisationsform den praktischen Regelfall dar. In Verbindung mit Auslagerungsvereinbarungen wird sie auch als sog. „Master-“ bzw. „Service-KVG“ bezeichnet.<sup>698</sup> Die externe KVG unterliegt einem Rechtsformzwang<sup>699</sup> und erfordert die Bildung eines obligatorischen Aufsichts- oder Beirats<sup>700</sup>, der von einem Beirat auf Ebene einer verwalteten Investmentgesellschaft streng zu unterscheiden ist.

Die erforderliche Erlaubnis einer KVG kann gem. § 20 Abs. 1 S. 2 KAGB auf bestimmte Arten von Investmentvermögen beschränkt werden, sodass eine KVG wahlweise die Zulassung als OGAW-KVG, AIF-KVG oder eine „Vollzulassung“ beantragen kann. Gegenüber der Zulassung als Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitut i.S.d. KWG besteht hingegen ein Exklusivitätsverhältnis<sup>701</sup>, dem für die AIF-KVG eine im Rahmen des § 20 Abs. 3 KAGB zulässige Erweiterung des Erlaubnisumfangs um kreditwesenrechtlich erlaubnispflichtige (Neben-)Dienstleistungen<sup>702</sup> Rechnung trägt. Die näheren

---

<sup>698</sup> Eine externe KVG kann zunächst innerhalb einer Unternehmensgruppe als gruppeninterne Verwaltungsgesellschaft die regulatorischen Anforderungen für eine Mehrzahl von nicht jeweils zulassungsbedürftigen Fondsgesellschaften übernehmen. Darüber hinaus haben sich im Zusammenhang mit Delegationsbeziehungen externe Formen der Fondsverwaltung herausgebildet, die im institutionellen Markt als „Master-KVG-“ und im Privatkundenmarkt als „Service-KVG-Modell“ bezeichnet werden. Ihnen ist gemein, dass die Verwaltung des Investmentvermögens zwar aus regulatorischer Perspektive der KVG obliegt, in materieller Hinsicht jedoch durch ein Auslagerungsunternehmen bzw. einen Anlageberater erfolgt, vgl. *Tollmann*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 379 ff.; zu Master-AIF-KVG-Strukturen *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2030 ff.; siehe zu der internen bzw. externen Verwaltung von Investmentvermögen sogleich sub c) cc) und zu Auslagerungsvereinbarungen sub d) aa).

<sup>699</sup> Nach § 18 Abs. 1 KAGB darf eine externe KVG nur in der Rechtsform einer AG, GmbH oder KG, bei der persönlich haftender Gesellschafter ausschließlich eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist, betrieben werden.

<sup>700</sup> Vgl. § 18 Abs. 2 KAGB; dazu eingehend Beckmann/Scholtz/Vollmer-Beckmann, 405 § 18 Rn. 15 ff.

<sup>701</sup> Vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Winterhalder, § 20 Rn. 5.

<sup>702</sup> Die nach dem Wortlaut nicht eindeutig zu unterscheidenden Dienst- und Nebendienstleistungen umfassen etwa gem. § 20 Abs. 3 Nr. 2 KAGB die Finanzportfolioverwaltung (vgl. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG), die eine Sondererlaubnis der AIF-KVG erfordert; vgl. Beckmann/Scholtz/Vollmer-Beckmann, 405 § 20 Rn. 215 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Winterhalder, § 20 Rn. 35 ff.; siehe zur Anwendbarkeit besonderer Regulierungsvorgaben für Wertpapier(neben-)dienstleistungen unten sub III. 2. b) cc).

Anforderungen des Erlaubnisverfahrens für eine AIF-KVG konkretisieren §§ 22, 23 KAGB<sup>703</sup>, die als Voraussetzung für die Erlaubniserteilung neben der Zuverlässigkeit und der fachlichen Eignung zweier Geschäftsleiter<sup>704</sup> und einer Mindestkapitalausstattung<sup>705</sup> der KVG auch Angaben in Bezug auf die Organisationsstruktur<sup>706</sup> erfordern.

Keiner Zulassung, sondern einer bloßen Registrierung gem. § 44 KAGB bedürfen hingegen AIF-KVGen i.S.d. § 2 KAGB, die nur geringe Fondsvolumina verwalten (sog. „kleine AIFM“). Zentraler Anknüpfungspunkt für die Qualifikation im Sinne eines gesetzlichen Ausnahmetatbestandes<sup>707</sup> ist das dauerhafte Unterschreiten bestimmter Schwellenwerte<sup>708</sup> (sog. De-Minimis-Regelung)<sup>709</sup>. Zwar beschränken sich die regula-

---

<sup>703</sup> Vgl. BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013 (nachfolgend: BaFin, Merkblatt Erlaubnisverfahren); dazu näher *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 ff.

<sup>704</sup> Vgl. § 23 Nr. 2 und Nr. 3 KAGB. Die Voraussetzung der fachlichen Eignung knüpft an die kreditwesenrechtliche Anforderung gem. § 25c Abs. 1 KWG an; siehe BaFin, Merkblatt zu den Geschäftsleitern gemäß KWG, ZAG und KAGB v. 04.01.2016; sowie für Aufsichtsgremien BaFin, Merkblatt zu den Mitgliedern von Verwaltungs- und Aufsichtsorganen gemäß KWG und KAGB v. 04.01.2016.

<sup>705</sup> Deren Höhe bemisst sich neben der Einordnung als interne bzw. externe KVG zudem nach dem Wert der von ihr verwalteten AIF. Dabei muss eine intern verwaltete KVG gem. § 25 Abs. 1 Nr. 1 lit. a) KAGB mit einem Anfangskapital von mindestens 300.000 EUR, eine extern verwaltete KVG gem. § 25 Abs. 1 Nr. 1 lit. b) KAGB mit einem Anfangskapital von mindestens 125.000 EUR ausgestattet sein und in Abhängigkeit vom Wert der verwalteten Investmentvermögen gem. § 25 Abs. 1 Nr. 2 KAGB über zusätzliche Eigenmittel verfügen, vgl. näher *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191, 197 f. Anders als bei Kreditinstituten verfolgen die Eigenmittelanforderungen an eine KVG nicht den Gläubigerschutz, sondern die Sicherstellung der Dienstleistungsqualität, Beckmann/Scholtz/Vollmer-Beckmann, 405 § 25 Rn. 2.

<sup>706</sup> Vgl. § 22 Abs. 1 Nr. 8 (Vergütung) und Nr. 9 (Auslagerung) KAGB.

<sup>707</sup> Als kleiner AIFM ist gem. § 2 Abs. 4 S. 1 Nr. 2 KAGB (vgl. Art. 3 Abs. 2 AIFM-RL) zunächst eine AIF-KVG ausgenommen, deren in Spezial-AIF verwaltete Vermögensgegenstände entweder einschließlich Leverage den Wert von 100 Mio. EUR nicht überschreiten (lit. a)) oder insgesamt den Wert von 500 Mio. EUR nicht überschreiten, sofern kein Leverage für die Spezial-AIF eingesetzt wird und die Anleger für mindestens fünf Jahre keine Rücknahmerechte ausüben können (lit. b)), wenn nicht die AIF-KVG sich gem. § 2 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 KAGB freiwillig den gesetzlichen Vorgaben unterwirft (Wahlrecht bzw. sog. Opt-in), vgl. zu technischen Aspekten des Opt-in die Durchführungsverordnung (EU) Nr. 447/2013 der Kommission v. 15.05.2013 zur Festlegung des Verfahrens für AIFM, die beschließen, sich der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zu unterwerfen, ABl. EU L 132/1 v. 16.05.2013. Vergleichbare Schwellenwerte bei einer jedoch deutlich höheren Regelungsichte sieht § 2 Abs. 5 S. 2 KAGB für kleine AIF-KVGen vor, die Publikums-AIF verwalten. Darüber hinaus sind gem. § 2 KAGB auch bestimmte sehr kleine intern verwaltete KVGen mit wenigen Anlegern (Abs. 4a), Bürgerbeteiligungsprojekte (Abs. 4b) sowie EuVECA (Abs. 6) und EuSEF (Abs. 7) weitgehend ausgenommen und den Vorschriften über Vergütungssysteme gem. § 37 KAGB nicht unterworfen.

<sup>708</sup> Hinsichtlich der Berechnung der Schwellenwerte verweist das KAGB auf die Artt. 2–5 AIFM-DV (vgl. §§ 2 Abs. 4 S. 2, Abs. 4a S. 2, Abs. 4b S. 2 und Abs. 5 S. 3 KAGB). Nach Art. 2 Abs. 1 AIFM-DV muss der AIFM für alle AIF, für die er als externer AIFM bestellt ist (a) nach den jeweils einschlägigen Bewertungsvorschriften den Wert auch der durch Hebelfinanzierung erworbenen Vermögensgegenstände ermitteln (b) und sämtliche aggregierte Portfoliowerte mit den gesetzlichen Schwellenwerten vergleichen (c)); dabei sind gelegentliche Überschreitungen der Schwellenwerte

torischen Anforderungen an eine bloß registrierte AIF-KVG, die ausschließlich Spezial-AIF verwaltet, auf regelmäßige Berichtspflichten und stellen sich demnach als erhebliches „Minus“ im Vergleich zu denjenigen an eine zugelassene AIF-KVG dar<sup>710</sup>, gleichwohl bedingt die bloße Registrierung vertriebsbezogene Nachteile<sup>711</sup>.

Mit Erlaubniserteilung ist der AIF-KVG zunächst die Verwaltung eines AIF gestattet, die gem. § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB vorliegt, „wenn mindestens die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement für ein oder mehrere Investmentvermögen erbracht wird“.<sup>712</sup> Über die kollektive Vermögensverwaltung von AIF hinaus darf eine externe AIF-KVG gem. § 18 Abs. 3 KAGB zudem verschiedentliche „Dienstleistungen und Nebendienstleistungen“ erbringen, von denen insbesondere kreditwesenrechtliche Erlaubnistatbestände erfasst sind.<sup>713</sup> Als *actus contrarius* zur Zulassung kommt die nachträgliche Aufhebung der Erlaubnis nach § 39 Abs. 3 KAGB oder als milderer Mittel die Abberufung von Geschäftsleitern nach § 40 Abs. 1 KAGB in Betracht. Ferner steht der BaFin die besondere Befugnis zum Einschreiten gegen unerlaubte Investmentgeschäfte (§ 15 Abs. 1 und Abs. 2 KAGB)<sup>714</sup> sowie die allgemeine Missstandsaufsicht (§ 5 Abs. 6 KAGB)<sup>715</sup> zur Verfügung.

Die Vermögensgegenstände eines Investmentvermögens sind durch eine von der KVG bestellte Verwahrstelle zu verwahren.<sup>716</sup> Innerhalb des sog. Investmentdreiecks<sup>717</sup> zwi-

---

unerheblich (Art. 4 AIFM-DV); vgl. *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499, 2500 f.

<sup>709</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191, 192.

<sup>710</sup> Vgl. BaFin, Einzelne Hinweise zur Registrierung nach § 44 KAGB i.V.m. Art. 2 bis 5 der Delegierten Verordnung 231/2013, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0044 v. 30.08.2013. Siehe zu Anforderungen und Registrierungsverfahren dieser sog. „kleinen AIFM“ auch *Boxberger*, GWR 2013, 415 ff. und *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499, 2501 ff.

<sup>711</sup> Siehe zur Regulierung von Vertriebstätigkeiten sogleich sub cc).

<sup>712</sup> Siehe aber zu Abgrenzungsfragen zwischen Geschäftsführung und Vertretung i.R.d. extern verwalteten geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft sogleich sub c) cc).

<sup>713</sup> So etwa gem. § 18 Abs. 3 KAGB die individuelle Vermögensverwaltung und Anlageberatung (Nr. 1), die Finanzportfolioverwaltung (Nr. 2), die Anlagevermittlung (Nr. 5) sowie sonstige Tätigkeiten (Nr. 9), die mit den genannten Dienstleistungen unmittelbar verbunden sind. Die Erlaubnisfreiheit von Nebendienstleistungen stellt sich indes als ein Privileg der zugelassenen AIF-KVG dar, das der registrierten AIF-KVG mangels eines ausdrücklichen Verweises nicht zuteilwird.

<sup>714</sup> Vgl. auch § 37 Abs. 1 KWG, § 81f Abs. 1 VAG, § 4 Abs. 1 ZAG.

<sup>715</sup> Vgl. auch § 6 KWG, § 4 WpHG a.F. (§ 6 WpHG n.F.) sowie bereits § 5 InvG.

<sup>716</sup> Die Tätigkeit einer Verwahrstelle (*depository*) regeln die §§ 68 ff. KAGB (OGAW-Verwahrstellen) und §§ 80 ff. KAGB (AIF-Verwahrstellen) sowie Verwaltungsverlautbarungen der BaFin, Rundschreiben 08/2015 (WA) – Aufgaben und Pflichten der Verwahrstelle nach Kapitel 1 Abschnitt 3 des Kapitalanlagegesetzbuches, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0068 v. 07.10.2015; vgl. *Kapteina/Davis*, WM 2013, 1977 ff.; *Kobbach/Anders*, NZG 2012, 1170 ff.; *Patz*, BKR 2015, 193 ff.

schen Anleger, KVG und Verwahrstelle (zuvor: Depotbank<sup>718</sup>) nimmt letztere zentrale Kontrollfunktionen wahr, die eine personelle und organisatorische Unabhängigkeit erfordern.<sup>719</sup> Als AIF-Verwahrstelle kann neben Kreditinstituten<sup>720</sup> und Wertpapierfirmen<sup>721</sup> für geschlossene AIF unter näheren Voraussetzungen auch ein Treuhänder bestellt werden, sofern dieser ausreichende finanzielle und berufliche Garantien bietet.<sup>722</sup>

Die wesentlichen, durch die AIFM-DV<sup>723</sup> näher ausgeformten Aufgaben einer AIF-Verwahrstelle liegen in der kontenmäßigen Verwahrung bzw. Überprüfung von Eigentumsrechten<sup>724</sup> sowie der Überwachung von Zahlungsvorgängen<sup>725</sup>. Sie werden durch ein strenges, verschuldensunabhängiges Haftungsregime<sup>726</sup> flankiert. Die schuldrechtliche Grundlage des Verhältnisses zwischen KVG, Verwahrstelle und dem AIF bildet der

---

<sup>717</sup> Nach *Köndgen/Schmies*, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 54, 202 und 244 im Fall der Verwaltung durch eine externe KVG sog. Investmentviereck; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 569.

<sup>718</sup> Siehe § 2 Abs. 7 und §§ 20 ff. InvG; vgl. *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Dreibus*, § 20 Rn. 5 ff.

<sup>719</sup> Die Funktion einer OGAW-Verwahrstelle darf auch weiterhin gem. § 68 Abs. 2 KAGB nur ein zugelassenes CRR-Kreditinstitut wahrnehmen, das also als Kreditinstitut (*credit institution*) gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 CRR qualifiziert und gem. § 32 KWG oder entsprechenden ausländischen Anforderungen zugelassen ist. Ein Bezug zum Depotgesetz ist gem. § 92 Abs. 4 KAGB ausdrücklich entfallen.

<sup>720</sup> Gemäß § 80 Abs. 2 Nr. 1 KAGB sind ebenso wie für OGAW zugelassene CRR-Kreditinstitute erfasst.

<sup>721</sup> Gemäß § 80 Abs. 2 Nr. 2 KAGB sind weiterhin Wertpapierfirmen (*investment firms*) i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 CRR i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 RL 2004/39 EG (MiFID) erfasst, die etwa als Finanzdienstleistungsinstitute über eine Erlaubnis für das eingeschränkte Verwahrgeschäft verfügen (§ 1 Abs. 1a Nr. 12 KWG).

<sup>722</sup> Dies setzt gemäß § 80 Abs. 3 S. 1 KAGB zunächst voraus, dass die geschlossenen AIF für mindestens fünf Jahre keine Rücknahmerechte gewähren und i.d.R. in nicht „bankmäßig“ verwahrfähige Vermögenswerte investieren (z.B. Private Equity). Zum anderen erfordert § 80 Abs. 3 S. 2 KAGB, dass der Treuhänder einer gesetzlich anerkannten obligatorischen berufsmäßigen Registrierung (Nr. 1) oder Rechts- oder Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Regeln (Nr. 2) unterliegen, die ausreichend finanzielle und berufliche Garantien für die Erfüllung der Aufgaben als Verwahrstelle gewährleisten. Als solche kommen etwa Rechtsanwälte, Notare, Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer in Betracht. Vgl. zu den Anforderungen BaFin, Merkblatt zu den Anforderungen an Treuhänder als Verwahrstelle nach § 80 Absatz 3 KAGB v. 18.07.2013, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0080, dort sub III.; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Boxberger*, § 80 Rn. 14 ff.

<sup>723</sup> Vgl. insbesondere Artt. 85 ff. AIFM-DV.

<sup>724</sup> Vgl. § 81 Abs. 1 Nr. 1 (Finanzinstrumente i.S.d. RL 2011/61/EU) und Nr. 2 (sonstige Vermögensgegenstände) KAGB; dazu näher ESMA, Questions and Answers – Application of the AIFMD v. 24.05.2017, ESMA34-32-352 (nachfolgend: ESMA, AIFMD Q&A 2017), S. 30 ff.; zu den Pflichten einer AIF-Verwahrstelle im Rahmen von Unternehmenstransaktionen *Schröder/Rahn*, GWR 2014, 49, 53 f.

<sup>725</sup> Siehe zur Überwachungsfunktion der Verwahrstelle in Bezug auf Vergütungen unten sub III. 3. c).

<sup>726</sup> Eine AIF-Verwahrstelle haftet gem. § 88 Abs. 1 S. 1 KAGB gegenüber dem inländischen AIF oder dessen Anlegern für das Abhandenkommen verwahrter Finanzinstrumente sowie gem. § 88 Abs. 2 KAGB auch für Verluste, die Anleger aufgrund einer fahrlässigen Pflichtverletzung erleiden. Eine Haftungsbefreiung im Falle eines Verlustes durch einen Unterverwahrer ist nur unter den engen Voraussetzungen des § 88 Abs. 3 KAGB möglich.

Verwahrstellenvertrag<sup>727</sup>, der auch die Vergütung der Verwahrstellenfunktion regelt und als sog. Unterverwahrung<sup>728</sup> eine Auslagerung von Verwahrtätigkeiten ermöglichen kann.

#### bb) Bewertungs- und Berichtspflichten

Weiterhin stellt das Aufsichtsrecht unabhängig von handelsrechtlichen Pflichten umfangreiche Vorgaben für die Rechnungslegung und Bewertung von Investmentvermögen auf. Die Bewertung ist gem. § 216 Abs. 1 KAGB entweder durch die AIF-KVG selbst oder einen externen Bewerter durchzuführen. Nähere Bestimmungen enthalten §§ 168 f. KAGB<sup>729</sup> i.V.m. der Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung (KARBV)<sup>730</sup> sowie Vorgaben der Artt. 67 ff. AIFM-DV, in deren Zusammenschau terminologische Diskrepanzen<sup>731</sup> und Fragen des anwendbaren Rechts<sup>732</sup> zutage treten.

Eine grundlegende begriffliche Unterscheidung ist zwischen der Bewertung, die sich auf die Wertermittlung einzelner Vermögensgegenstände bezieht, und der Berechnung, die der Ermittlung des Nettoinventarwertes je Anteil<sup>733</sup> dient, vorzunehmen.<sup>734</sup> Während eine Bewertung von an organisierten Märkten gehandelten Vermögensgegenständen grundsätzlich nach Maßgabe des Kurses erfolgt (§ 168 Abs. 2 KAGB), ist bei anderen – d.h. illiquiden – Vermögenswerten gem. § 168 Abs. 3 KAGB „der Verkehrswert, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist“ zu ermitteln. Der Anwendung eines Bewertungsmodells vorgeschaltet ist das Wertermittlungsverfahren, das den

---

<sup>727</sup> Vgl. § 80 Abs. 1 S. 2 und Abs. 10 KAGB i.V.m. Art. 83 f. AIFM-DV.

<sup>728</sup> Siehe näher § 82 KAGB i.V.m. Art. 99 AIFM-DV.

<sup>729</sup> Als zentrale Normen finden §§ 168 f. KAGB für offene Publikums-AIF direkt, für geschlossene Publikums-AIF hingegen über den Verweis gem. § 271 Abs. 1 KAGB, für offene Spezial-AIF über § 278 KAGB und für geschlossene Spezial-AIF über § 286 KAGB Anwendung.

<sup>730</sup> Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände v. 16.07.2013, BGBl. I, S. 2483.

<sup>731</sup> Vgl. *Volhard/El-Qalqili*, DB 2013, 2103 ff.

<sup>732</sup> Maßgeblich sind gem. Art. 19 Abs. 2 AIFM-RL die Vorschriften des Staates am Sitz (d.h. Registrierung) des AIF.

<sup>733</sup> Der Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie entspricht gem. § 168 Abs. 1 S. 1 KAGB dem Quotienten aus dem Wert des Investmentvermögens und der Zahl der in den Verkehr gelangten Anteile oder Aktien; vgl. auch die Pflicht zur Veröffentlichung des Nettoinventarwertes sowie des Ausgabe- und Rücknahmepreises gem. § 170 KAGB.

<sup>734</sup> Vgl. § 169 Abs. 3 KAGB und Art. 19 Abs. 2 AIFM-RL.

Rahmen für die Ermittlung dessen Bewertungsparameter absteckt.<sup>735</sup> Dabei soll der Verkehrswert für Vermögensgegenstände mit dem Charakter einer unternehmerischen Beteiligung gem. § 32 Abs. 1 S. 1 KARBV „nach anerkannten Grundsätzen für die Unternehmensbewertung“ erfolgen. Als Marktstandard haben etwa die IPEV-Guidelines der *International Private Equity Valuation Association* Verbreitung gefunden.<sup>736</sup> Diese erkennen als branchenspezifische Bewertungsmaßstäbe transaktionsbezogene Preise (z.B. in Finanzierungsrunden)<sup>737</sup> oder Multiplikator-Verfahren<sup>738</sup> an.

In Zusammenhang mit den Bewertungsgrundsätzen sind die aufsichtsrechtlichen Rechnungslegungs- und Berichtsvorschriften zu betrachten, die durch die Kapitalanlage-Prüfungsberichte-Verordnung (KAPrübV)<sup>739</sup> weiter konkretisiert werden. Dem Organisationsdualismus extern verwalteter Investmentvermögen folgend ist zunächst zwischen der Rechnungslegungspflicht der KVG<sup>740</sup> und jener des AIF zu differenzieren. Für jedes Investmentvermögen ist gem. § 101 KAGB<sup>741</sup> i.V.m. §§ 25 ff. KAPrübV<sup>742</sup> ein Jahresbericht zu erstellen, für dessen Vermögensaufstellung auch die vorgenannten Bewertungsregeln und -grundsätze zu beachten<sup>743</sup> sind.<sup>744</sup> Dieser gem. § 102 KAGB prüfungspflichtige Jahresbericht ist grundsätzlich zu veröffentlichen<sup>745</sup> und dem Anle-

---

<sup>735</sup> So *Volhard/El-Qalqili*, DB 2013, 2103 f.

<sup>736</sup> Vgl. *Volhard/El-Qalqili*, DB 2013, 2103, 2106 f.

<sup>737</sup> Vgl. IPEV-Guidelines 2012, S. 24 ff.; *Volhard/El-Qalqili*, DB 2013, 2103, 2107.

<sup>738</sup> Vgl. IPEV-Guidelines 2012, S. 27 ff.

<sup>739</sup> Verordnung über den Gegenstand der Prüfung und die Inhalte der Prüfungsberichte für externe Kapitalverwaltungsgesellschaften, Investmentaktiengesellschaften, Investmentkommanditgesellschaften und Sondervermögen v. 24.07.2013 (Kapitalanlage-Prüfungsberichte-Verordnung, KAPrübV), BGBl. I, S. 2777; hiervon zu unterscheiden ist die Verordnung über die Prüfung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute sowie die darüber zu erstellenden Berichte v. 23.11.2009 (Prüfungsberichtsverordnung, PrüfV), BGBl. I, S. 3793, die gem. § 1 PrüfV die Prüfung von Instituten i.S.d. § 29 Abs. 1 und Abs. 2 KWG sowie von Verwahrstellen gem. § 68 Abs. 7 KAGB regelt.

<sup>740</sup> Vorgaben für die Rechnungslegung einer externen KVG ergeben sich aus § 38 KAGB i.V.m. §§ 5 ff. KAPrübV.

<sup>741</sup> Unmittelbar anwendbar ist § 101 Abs. 1 S. 1 KAGB auf OGAW- und AIF-Sondervermögen, eine entsprechende Anwendung erfolgt gem. §§ 120, 135, 148 und 158 KAGB für andere Formen von Investmentvermögen; vgl. darüber hinaus §§ 44 ff. KAGB für geschlossene inländische Publikums-AIF, die von registrierungspflichtigen KVGen i.S.d. § 2 Abs. 5 KAGB verwaltet werden.

<sup>742</sup> Die unmittelbar nur auf Sondervermögen anwendbaren §§ 25 ff. KAPrübV finden gem. § 44 Abs. 1 S. 1 KAPrübV für Investmentgesellschaften entsprechende Anwendung.

<sup>743</sup> Vgl. § 10 Abs. 5 S. 1 KARBV.

<sup>744</sup> Vgl. *Bielenberg/Schmuhl*, DB 2014, 1089 ff.; zu Publizitätsanforderungen für Vergütungen siehe unten sub III. 3. c).

<sup>745</sup> Vgl. § 107 Abs. 1 KAGB.

ger auf Anfrage vorzulegen<sup>746</sup>. Weitere Informationspflichten gegenüber den Anlegern ergeben sich insbesondere aus vertriebsbezogenen Vorgaben.<sup>747</sup> Über die Finanzberichterstattung hinaus ist eine KVG gegenüber der Aufsicht verschiedenen Anzeige- und Meldepflichten unterworfen. So sind der BaFin gem. § 34 KAGB anlassbezogen wesentliche Änderungen der Erlaubnisvoraussetzungen anzuzeigen und gem. § 35 KAGB periodisch umfangreiche Informationen zu wesentlichen Aktivitäten und Risikopositionen der verwalteten AIF zu melden.<sup>748</sup>

Darüber hinaus enthält das KAGB besondere strategiebezogene<sup>749</sup> Anforderungen. Hierbei handelt es sich einerseits um auf Private Equity-Strategien zielende Transparenz- und Verhaltensanforderungen. Zentrales Anknüpfungsmoment ist gem. §§ 287 Abs. 1 i.V.m. 288 Abs. 1 KAGB die als Erlangung von mehr als 50 Prozent der Stimmrechte definierte Kontrolle<sup>750</sup> über ein nicht börsennotiertes Unternehmen<sup>751</sup> durch einen AIF<sup>752</sup>, wobei kleine und mittlere Unternehmen<sup>753</sup> sowie Immobilienzweckgesellschaften<sup>754</sup> ausgenommen sind. In diesem Fall ist die verwaltende AIF-KVG<sup>755</sup> gem. §§ 289, 290 KAGB dazu verpflichtet, den Umstand der Kontrollerlangung gegen-

---

<sup>746</sup> Vgl. § 107 Abs. 5 KAGB.

<sup>747</sup> Siehe zu vertriebsbezogenen Regulierungsvorgaben sogleich sub cc).

<sup>748</sup> Umfangreiche Vorgaben für den Inhalt und die nähere Ausgestaltung dieser viertel- bzw. halbjährlichen Meldepflichten (*reporting*) enthalten neben § 35 KAGB vor allem Art. 110 AIFM-DV i.V.m. einem 25-seitigen Formblatt (Anhang IV der VO) sowie europäische und nationale administrative Norminterpretationen; vgl. ESMA, Leitlinien zu den Berichtspflichten gemäß Artikeln 3 (3)(d) und 24(1), (2) und (4) AIFMD, ESMA/2014/869DE v. 08.08.2014 sowie BaFin, Merkblatt zu den Meldepflichten von AIF-Verwaltungsgesellschaften nach § 35 KAGB, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0035 v. 16.07.2014.

<sup>749</sup> Im Rahmen der Berichterstattung eines AIF ist zudem nach der Klassifizierung des Formblattes in Anhang IV AIFM-DV die vom jeweiligen AIF verfolgte Anlagestrategie näher zu spezifizieren.

<sup>750</sup> Vgl. den abweichenden übernahmerechtlichen Schwellenwert von 30 % (§ 29 Abs. 2 WpÜG).

<sup>751</sup> Definiert in § 1 Abs. 19 Nr. 27 KAGB; vgl. aber einschränkend *Zetzsche*, NZG 2012, 1164.

<sup>752</sup> Neben den unmittelbar erfassten Spezial-AIF sind die Vorschriften für Publikums-AIF gem. § 261 Abs. 7 KAGB entsprechend anzuwenden. Anderen AIF-Investmentvermögen ist ein entsprechender Erwerbsvorgang untersagt.

<sup>753</sup> Dabei knüpft § 287 Abs. 2 Nr. 1 KAGB an die Definition von Kleinstunternehmen sowie kleineren und mittleren Unternehmen gem. Art. 2 Abs. 1 des Anhangs der Empfehlung 2003/361/EG der Kommission v. 06.05.2003, ABl. EG L 124/36 v. 20.05.2003 an. Als ein solches qualifizieren Unternehmen, die weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigen und die entweder einen Jahresumsatz von 50 Mio. EUR erzielen oder deren Bilanzsumme sich auf höchstens 43 Mio. EUR beläuft.

<sup>754</sup> § 287 Abs. 2 Nr. 2 KAGB; *Zetzsche*, NZG 2012, 1164, 1167 schlägt eine entsprechende Anwendung auf sämtliche Vermögensverwaltungsgesellschaften ohne unternehmerischen Charakter vor.

<sup>755</sup> Entsprechendes gilt gem. § 54 Abs. 5 KAGB für EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften bzw. gem. § 66 Abs. 5 KAGB für Drittstaaten-Verwaltungsgesellschaften, die inländische Spezial-AIF verwalten.

über der BaFin<sup>756</sup>, den Anteilseigner und dem Unternehmen sowie mittelbar den Arbeitnehmervertretern<sup>757</sup> mitzuteilen und nähere Informationen über die eigene Identität, den Umgang mit Interessenkonflikten und die Unternehmenskommunikation offenzulegen<sup>758</sup>. Diese Informationspflichten werden durch im Kern gesellschaftsrechtliche Kapitalerhaltungspflichten ergänzt, die ein „Zerschlagen von Unternehmen“ (*asset stripping*) verhindern sollen.<sup>759</sup> Andere Vorgaben zielen hingegen auf Hedgefondsstrategien, indem sie AIF, die in „beträchtlichem Umfang“<sup>760</sup> Hebelfinanzierung verwenden, besonderen Informationspflichten unterwerfen und die Möglichkeit administrativer Beschränkungen des Hebeleinsatzes vorsehen.<sup>761</sup>

### cc) Vertriebsbezogene Dokumentationspflichten

Die Umsetzung der AIFM-Richtlinienvorgaben veränderte den als Vertrieb (*marketing*)<sup>762</sup> bezeichneten Prozess der Kapitaleinwerbung, der bislang allein im Wege der sog. Privatplatzierung (*private placement*) erfolgte, fundamental.<sup>763</sup> Das Regelungskonzept des vierten Kapitels des Kapitalanlagegesetzbuchs (§§ 293–336 KAGB) statuiert für den Vertrieb von Investmentvermögen sowohl ein ausdifferenziertes aufsichtliches Anzeigeverfahren als auch vergütungsbezogene Informationspflichten<sup>764</sup> gegen-

---

<sup>756</sup> Darüber hinaus ist gem. § 289 Abs. 1 KAGB das Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte von 10, 20, 30, 50 oder 75 Prozent der Stimmrechte an dem Unternehmen (allein) gegenüber der BaFin anzuzeigen; vgl. auch die umfangreicheren wertpapierhandelsrechtlichen Transparenzanforderungen gem. § 21 Abs. 1 WpHG a.F. (§ 33 WpHG n.F.).

<sup>757</sup> Näheres bestimmen §§ 289 Abs. 4, 290 Abs. 3 KAGB.

<sup>758</sup> Vgl. § 290 Abs. 2 KAGB; zum Inhalt der Mitteilungen *Viciano-Gofferje*, BB 2013, 2506, 2508 f.; *Weitmauer*, AG 2013, 672 ff.; siehe zum Umfang vergütungsbezogener Offenlegungspflichten unten sub III. 1. c) cc).

<sup>759</sup> Ab Kontrollerlangung unterliegt die verwaltende AIF-KVG gem. § 292 KAGB (vgl. Art. 30 AIFM-RL) für die Dauer von 24 Monaten einer „Ausschüttungssperre“, d.h. der Pflicht, Maßnahmen zur Bewirkung von Ausschüttungen zu unterlassen, soweit dadurch das bilanzielle Nettoaktivvermögen des Zielunternehmens unter die Summe aus gezeichnetem Kapital und gesperrten Rücklagen fallen würde. Vgl. *Schröder/Rahn*, GWR 2014, 49, 52 f.; *Zetzsche*, NZG 2012, 1164, 1168 f.; *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2035; *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Boxberger*, Art. 30 Rn. 25.

<sup>760</sup> In „beträchtlichem Umfang“ wird Hebelfinanzierung gem. Art. 111 Abs. 1 AIFM-DV dann eingesetzt, wenn das nach der Commitment-Methode gem. Art. 8 AIFM-DV berechnete Engagement eines AIF seinen Nettoinventarwert dreifach übersteigt.

<sup>761</sup> Vgl. Art. 111 Abs. 2 AIFM-DV für Informationspflichten und Art. 112 AIFM-DV für Bewertungsmaßstäbe eines Leverage beschränkenden Eingriffs.

<sup>762</sup> Vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. x) AIFM-RL.

<sup>763</sup> Vgl. *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89, 97 („radikalen Kurswechsel“); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 ff.; *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 ff.; *Klebeck/Meyer*, RdF 2012, 92 ff.; *Baur/Tappen-Zingel*, § 293 Rn. 1 f. Die frühere Rechtslage unterschied gem. § 2 Abs. 11 InvG zwischen genehmigungspflichtigem öffentlichem Vertrieb und der genehmigungsfreien Privatplatzierung; siehe auch § 1 Abs. 1 VermAnlG.

<sup>764</sup> Siehe zu diesen Dokumentationspflichten unten sub III. 1. b) cc).

über den Anlegern.

Das Gesetz unterscheidet dabei erstens nach dem vertriebenen Investmentvermögen (OGAW/AIF), zweitens anhand der Anlegerzielgruppe, hinsichtlich der das Gesetz zwischen professionellen Anlegern<sup>765</sup>, Privatanlegern<sup>766</sup> und semiprofessionellen Anlegern<sup>767</sup> differenziert, sowie drittens nach dem Sitzstaat der Verwaltungsgesellschaft (Inland, EU/EWR oder Drittstaat). Von hoher praktischer Bedeutung ist dabei der Umstand, dass die grundsätzlich auf einen offenen Adressatenkreis<sup>768</sup> abzielenden vertriebsbezogenen Vorschriften des KAGB zwar für bestimmte registrierte AIF-KVGen unanwendbar<sup>769</sup> sind, ein Vertrieb der von ihnen verwalteten AIF jedoch nicht von der kreditwesenrechtlichen Bereichsausnahme für den Vertrieb von Investmentvermögen erfasst ist<sup>770</sup>.

---

<sup>765</sup> Professioneller Anleger ist gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB jeder Anleger, der i.S.d. Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann. Diese Regelung (vgl. auch ihre Umsetzung in § 31a Abs. 2 WpHG a.F. bzw. § 67 WpHG n.F.) unterscheidet zwischen dem sog. „geborenen“ (dort Abschnitt I) sowie dem auf Antrag „gekorenen“ (dort Abschnitt II) professionellen Anleger. Vgl. Assmann/Schneider-Koller, § 31a Rn. 5 ff. Auf diese Definition verweist auch das europäische Kapitalanlagerecht (Art. 6 Abs. 1 EuVECA-VO).

<sup>766</sup> Privatanleger sind gem. § 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB alle Anleger, die weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger sind.

<sup>767</sup> Mit der Anlegerkategorie des „semiprofessionellen Anlegers“ gem. § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB nimmt das Kapitalanlagerecht eine abgestufte Differenzierung vor. Dies umfasst neben dem Fondsmanagement (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. b) KAGB) einerseits Anleger, die mindestens 10 Mio. EUR in ein Investmentvermögen investieren (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. c) KAGB) sowie auch bereits Anleger, die sich verpflichten, mindestens 200.000 EUR zu investieren sowie umfangreiche weitere Voraussetzungen erfüllen, die ein hinreichendes Risikoverständnis bei der Anlageentscheidung belegen (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) aa)–ee) KAGB). Die nationalen Anforderungen an die Qualifizierung eines Privatanlegers als semiprofessionell gehen damit deutlich über die europäischen Anforderungen zu Europäischen Risikokapitalfonds hinaus. Art. 6 Abs. 1 2. HS EuVECA-VO bezeichnet als taugliche „andere Anleger“, wer sich verpflichtet, mindestens 100.000 EUR zu investieren (a)) und eine Risikoerklärung abgibt (b)); vgl. Schubert/Schuhmann, BKR 2015, 45, 47.

<sup>768</sup> Nehmen die §§ 293 ff. KAGB keine explizite Beschränkung des Verpflichteten vor, gelten insbesondere die informationsbezogenen Vertriebsanforderungen nicht nur für Verwaltungsgesellschaften, sondern auch für vielfältige weitere Vertriebsakteure (z.B. Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Wertpapierdienstleistungs- und Versicherungsunternehmen); vgl. cursorisch Kurz, DB 2013, 501 ff.

<sup>769</sup> In Ermangelung eines ausdrücklichen Verweises gem. § 2 Abs. 4 KAGB finden die Vertriebsvorschriften des KAGB auf registrierte AIF-KVGen die allein Spezial-AIF verwalten („kleine Spezial-AIFM“) – anders als gem. § 2 Abs. 5 KAGB auf solche, die Publikums-AIF verwalten – keine Anwendung. Unionsrechtlich problematisch ist hingegen das diskriminierende Verbot eines inländischen Vertriebs für kleine AIFM mit Sitz in anderen Mitgliedstaaten, die mangels AIFM-Erlaubnis nicht dem privilegierten EU-Vertriebspassregime unterfallen, vgl. auch kritisch Volhard/Jang, DB 2013, 273 ff.

<sup>770</sup> Grundsätzlich qualifiziert jeglicher Vertrieb von Finanzprodukten durch Intermediäre als Finanzdienstleistung i.S.d. § 1 Abs. 1a KWG, da der Begriff des Finanzinstruments i.S.d. § 1 Abs. 11 KWG seit 2011 auch Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG umfasst. Je nach der konkreten Er-

Ausgangspunkt der kapitalanlagerechtlichen Vertriebsregulierung ist zunächst die in § 293 Abs. 1 S. 1 KAGB enthaltene Legaldefinition des Vertriebs als „das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens“.<sup>771</sup> Hiervon werden zunächst gem. § 293 Abs. 1 S. 2 KAGB verschiedene Tätigkeiten negativ abgegrenzt. Von zentraler praktischer Bedeutung für den institutionellen Markt ist zudem die Feststellung gem. § 293 Abs. 1 S. 3 KAGB, dass ein Vertrieb gegenüber professionellen und semiprofessionellen Anlegern nur dann gegeben ist, „wenn dieser auf Initiative der Verwaltungsgesellschaft oder in deren Auftrag erfolgt“ und sich an entsprechend qualifizierte inländische bzw. EU-Anleger richtet. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass eine Kapitalzusage im Anschluss an eine Kommunikationsinitiative des Anlegers<sup>772</sup> nicht als Vertrieb im Rechtssinne qualifiziert und damit der sog. passiven Dienstleistungsfreiheit<sup>773</sup> unterfällt.<sup>774</sup> Zudem muss sich der Vertrieb auf ein „Investmentvermögen“ beziehen, sodass Abgrenzungsfragen in Bezug auf die hinreichende Angebotsreife bestehen.<sup>775</sup> Die rechtssichere Einordnung möglicher Vertriebsstatbestän-

---

scheinungsform der Tätigkeit stellt sich diese regelmäßig Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG) oder Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG) dar, sodass der Vertriebsträger grundsätzlich einer Erlaubnis als Finanzdienstleistungsinstitut gem. § 32 KWG bedürfte. Ausgenommen sind hiervon jedoch gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG Unternehmen, die als Finanzdienstleistungen ausschließlich die Anlageberatung oder -vermittlung zwischen Kunden und bestimmten Marktteilnehmern in regulierten Produkten erbringen. Die Reichweite dieser Bereichsausnahme bezieht sich jedoch ausdrücklich nur auf KVGen, die über eine Erlaubnis i.S.d. §§ 20 ff. KAGB verfügen (§ 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit. d) KWG) bzw. Anbieter oder Emittenten von Vermögensanlagen (§ 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 lit. e) KWG), sodass eine dergestalt ausgenommene Vertriebstätigkeit allein einer gewerberechtlichen Erlaubnis gem. § 34f GewO bedarf. Aufgrund der Sperrwirkung des KAGB im Verhältnis zum VermAnlG und der fehlenden ausdrücklichen Nennung der registrierten KVG in § 2 Abs. 6 KWG ist ein Vertrieb der von diesen verwalteten AIF somit allein durch diese selbst oder durch Institute i.S.d. KWG zulässig. Vgl. BaFin, Merkblatt Hinweise zur Bereichsausnahme für die Vermittlung von Investmentvermögen und Vermögensanlagen (§ 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG) v. 09.10.2010 i.d.F. v. 16.04.2015; vgl. *Kurz*, DB 2013, 501, 503 ff.

<sup>771</sup> Dabei sind unter „Anbieten“ sowohl Angebote i.S.d. § 145 BGB als auch eine *invitatio ad offerendum* zu verstehen; „Platzieren“ hingegen erfasst den aktiven Absatz von Investmentanteilen, sodass die bloße Reaktion auf die Order eines Anlegers keinen Vertrieb darstellt, vgl. *Baur/Tappen-Zingel*, § 293 Rn. 32 f. Der Platzierungsbegriff ist demnach nicht mit der kreditwesenrechtlichen Terminologie kongruent (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1c KWG), vgl. *Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Schäfer*, § 1 KWG Rn. 154 ff.

<sup>772</sup> Auch als sog. passiver Vertrieb (*reverse solicitation*) bezeichnet, vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 f.

<sup>773</sup> Hierfür streitet bereits Erwgr. 70 AIFM-RL („auf eigene Initiative“), vgl. *Wallach*, RdF 2013, 92, 101.

<sup>774</sup> Eine Abgrenzung der „Initiativsphären“ verschiedener Kommunikationssachverhalte erscheint demnach als zentrale Herausforderung in der Rechtsanwendung, vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 f.

<sup>775</sup> Vgl. zu nicht tatbestandlichem „Vor-Vertrieb“ (*pre-marketing*) näher BaFin, Häufige Fragen zum Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach dem KAGB, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0293 v. 04.07.2013 i.d.F. v. 20.03.2015 (nachfolgend: BaFin, Merkblatt Vertrieb von Investmentvermögen) sub 1. 1. („Musteranlagebedingungen, die noch zu verhandelnde Lücken aufweisen“ genügen nicht).

de ist dabei nicht nur aufgrund der aufsichtlichen Anforderungen an das Vertriebsverfahren, sondern auch aufgrund möglicher haftungsrechtlicher Konsequenzen einer Verletzung vertriebsbezogener Informationspflichten von Bedeutung.

Ist eine Tätigkeit als Vertrieb zu qualifizieren, bestimmt § 295 KAGB als zentrale Katalognorm für AIF das nähere Verfahren. Im Hinblick auf die erforderlichen Vertriebsmaßnahmen, die insbesondere Informationspflichten umfassen, ist zwischen Anlegergruppen zu unterscheiden. Während der Vertrieb an Privatanleger etwa die Erstellung eines „Verkaufsprospekts“<sup>776</sup> erfordert, spricht das Gesetz für den Vertrieb an professionelle und semiprofessionelle Anleger allein von „Informationspflichten“<sup>777</sup>. Ungeachtet dieser bemäntelnden Terminologie erfordert der regulatorisch gebotene Informationsumfang in Zusammenschau mit der entsprechenden Anwendung des Prospekthaltungstatbestandes<sup>778</sup> im Vergleich zu dem im institutionellen Markt zuvor üblichen sog. Privatplatzierungsmemorandum (*private placement memorandum*, PPM) gestiegene Dokumentationspflichten.<sup>779</sup>

Vor dem Vertrieb eines Investmentvermögens ist ein administratives Anzeigeverfahren durchzuführen. Nähere Bestimmungen für den Vertrieb von AIF an professionelle und semiprofessionelle Anleger<sup>780</sup> im Inland enthalten §§ 321 ff. KAGB i.V.m. einer Verordnung zum vertriebsbezogenen Anzeigeverfahren (EAKAV)<sup>781</sup>. Verhältnismäßig übersichtlich gestalten sich dabei „institutionelle Inlands- und EU-Sachverhalte“. Vertriebt eine (inländische) AIF-KVG Spezial-AIF oder EU-AIF an professionelle oder semiprofessionelle Anleger im Inland, richten sich die Voraussetzungen nach § 321 KAGB.<sup>782</sup>

---

<sup>776</sup> Vgl. § 297 KAGB.

<sup>777</sup> Vgl. § 307 KAGB.

<sup>778</sup> Gemäß § 307 Abs. 3 KAGB ist § 306 KAGB entsprechend anzuwenden.

<sup>779</sup> Vgl. auch *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353, 358 f.

<sup>780</sup> Der Vertrieb von AIF an inländische Privatanleger bestimmt sich nach § 316 KAGB (Publikums-AIF) oder §§ 317–320 KAGB (EU-AIF oder ausländische AIF). Der Vertrieb an nicht professionelle Anleger wurde nicht von der AIFM-RL erfasst, vgl. *Klebeck*, DStR 2009, 2154 f.; *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077, 2083. Siehe zur produktrechtlichen Differenzierung sogleich sub c) bb).

<sup>781</sup> Verordnung zum elektronischen Anzeigeverfahren für inländische Investmentvermögen und EU-Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch v. 16.07.2013 (EAKAV), BGBl. I, S. 2477.

<sup>782</sup> Hierfür ist von der AIF-KVG ein Anzeigeschreiben einzureichen, das nähere Angaben zu dem zu vertreibenden AIF enthält. Zu diesen zählen neben den Anlagebedingungen und Gesellschaftsstatuten des AIF (§ 321 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KAGB) auch die vertriebsbezogenen Anlegerinformationen i.S.d. § 307 KAGB (§ 321 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB), die u.a. vergütungsbezogene Angaben enthalten müssen.

Aus Perspektive des Regulierungsadressaten weitgehend vergleichbar gestalten sich die Verfahrensbedingungen für den Vertrieb von Spezial-AIF oder EU-AIF durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften. Diese Vertriebsform ist nach Maßgabe des sog. Europäischen Vertriebspasses (*EU marketing passport*) privilegiert und erfordert – anders als ein Vertrieb an Privatanleger<sup>783</sup> – gem. § 323 KAGB allein eine Vertriebsanzeige bei der zuständigen Aufsichtsbehörde des Heimatstaates, welche die Vertriebsunterlagen im Rahmen eines sog. Notifizierungsverfahrens<sup>784</sup> sodann an die BaFin übermittelt.<sup>785</sup>

Deutlich umfangreichere Voraussetzungen enthalten hingegen die Regelungen für den Vertrieb mit Drittstaatenbezug (*third country provisions*), d.h. für Sachverhalte, in denen entweder der Vertrieb ausländischer AIF (Nicht-EU-AIF) beabsichtigt ist oder durch eine ausländische Verwaltungsgesellschaft (Nicht-EU-AIFM) erfolgt.<sup>786</sup> Für den Vertrieb von Nicht-EU-AIF durch eine AIF-KVG oder eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft bestimmt sich das Verfahren derzeit<sup>787</sup> nach § 329 KAGB<sup>788</sup>,

---

<sup>783</sup> Für den von der AIFM-RL nicht näher regulierten Vertrieb an Privatanleger bestimmt § 317 Abs. 1 Nr. 4 KAGB hinsichtlich des Vertriebs von EU-AIF bzw. ausländischen AIF, dass die vertreibende EU- bzw. ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft einen sog. Repräsentanten im Inland (vgl. § 319 KAGB, künftig: sog. gesetzlicher Vertreter) bestellen muss, vgl. zu dessen Funktion *Klebeck/Loff*, DB 2014, 2635, 2638 ff.

<sup>784</sup> Vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 f.; zur weitgehend gleichlaufenden OGAW IV-Regulierung bereits *Blankenheim*, ZBB 2011, 344, 356 f.

<sup>785</sup> Der Vertrieb im Inland ist der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft dabei in dem Zeitpunkt gestattet, in dem sie von ihrer Heimataufsichtsbehörde über die Übermittlung der Vertriebsunterlagen an die BaFin unterrichtet wurde (§ 323 Abs. 2 S. 1 KAGB). Entsprechendes gilt gem. §§ 331 ff. KAGB für die Situation des Vertriebs von AIF durch eine AIF-KVG an professionelle Anleger in anderen EU-Mitgliedstaaten, in der die BaFin Heimataufsicht ist.

<sup>786</sup> Vgl. näher *Klebeck/Meyer*, RdF 2012, 92 ff.; *Volhard/Jang*, DB 2013, 273, 277 f.

<sup>787</sup> Nach Maßgabe der Art. 66 Abs. 3 i.V.m. 67 Abs. 6 AIFM-RL wird die Kommission auf der Grundlage einer Empfehlung der ESMA entscheiden, ob das Regime des EU-Vertriebspasses auch auf Nicht-EU-AIFM erstreckt wird. Dies würde indes voraussetzen, dass sie sämtliche Anforderungen der AIFM-RL erfüllen, siehe bereits die differenzierende Regelung gem. § 295 Abs. 2 und Abs. 3 KAGB. Vgl. *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 f.

<sup>788</sup> Erforderlich ist einerseits die Durchführung eines Anzeigeverfahrens gemäß § 329 Abs. 2 KAGB, das neben einer entsprechenden Anwendung der Voraussetzungen für Inlandssachverhalte (S. 2) zusätzliche Angaben erfordert (S. 3). Zudem ist nach § 329 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 lit. a) KAGB unter anderem erforderlich, dass besondere bi- oder multilaterale Kooperationsvereinbarungen für die internationale aufsichtliche Zusammenarbeit bestehen (sog. Memoranda of Understanding, MoU). Diese MoU schließen Aufsichtsbehörden in Form institutsspezifischer, sektorspezifischer oder sektorübergreifender Vereinbarungen mit den jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden des betreffenden Drittstaates ab. Für MoU auf Grundlage der AIFM-RL entwickelte die ESMA eine Vorlage, vgl. ESMA, Leitlinien für das Muster-MoU über Konsultation und Kooperation sowie den Austausch von Informationen im Zusammenhang mit der Beaufsichtigung von AIFMD-Unternehmen v. 28.11.2013, ESMA/2013/998.

für den Vertrieb eines EU-AIF oder ausländischen AIF durch einen Nicht-EU-AIFM<sup>789</sup> hingegen nach § 330 KAGB<sup>790</sup>. Zwar weisen die Anforderungen für einen Vertrieb durch Drittstaaten-AIFM an professionelle Anleger im Inland keine näheren Besonderheiten auf und erfordern insbesondere ein Anzeigeverfahren gegenüber der zuständigen Referenzstaataufsicht.<sup>791</sup> Von besonderer Brisanz ist aber die Anforderung, dass ein Drittstaaten-AIFM für den Vertrieb an semiprofessionelle Anleger den Anforderungen des KAGB bzw. der AIFM-Richtlinie „entsprechen“<sup>792</sup> muss. Dies aber bedeutet, dass vermittelt über die kapitalanlagerechtliche Vertriebsregulierung europäische Regulierung extraterritoriale Geltung beansprucht. Wird das „Entsprechenserfordernis“ im Einklang mit der Verwaltungsauffassung<sup>793</sup> eng ausgelegt, bedeutet es, dass ein Drittstaaten-AIFM alle materiellen Vorgaben der AIFM-Richtlinie einzuhalten hat. Dies aber würde die umfangreichen Organisations- und Vergütungsregulierungsvorgaben einschließen. Aufgrund dieser weitreichenden Anforderungen steht zu erwarten, dass sich Vertriebsaktivitäten ausländischer AIFM allein auf professionelle Anleger beschränken.

#### c) Anwendungsbereich und aufsichtsrechtliche Organisationsdeterminanten

Einer Untersuchung des Inhalts und des Geltungsbereichs vergütungsregulierender Vorschriften<sup>794</sup> sind die Bestimmung des Anwendungsbereiches des KAGB und eine Einordnung der durch die aufsichtsrechtlichen Vorgaben regulierten Anlagestrukturen vorgeschaltet.

#### aa) Begriff des Investmentvermögens

Mit der Ablösung des InvG durch das KAGB ging ein Wandel<sup>795</sup> vom sog. formellen

---

<sup>789</sup> Siehe zum Konzept des sog. Referenzmitgliedstaates für Nicht-EU-AIFM sogleich sub d) bb).

<sup>790</sup> Das derzeitige Verfahren gleicht weitgehend den Voraussetzungen gem. § 329 KAGB, erfordert aber eine Verpflichtung über die Beachtung von Meldepflichten, die Benennung einer Verwahrstelle und die Beachtung von Informationspflichten gegenüber Anlegern (vgl. § 330 Abs. 1 Nr. 1 lit. a)– c)).

<sup>791</sup> Ist Deutschland Referenzmitgliedstaat, richtet sich das nähere Verfahren künftig nach § 325 KAGB (Spezial-AIF und EU-AIF) bzw. § 326 KAGB (ausländische AIF), im Falle eines anderen Referenzmitgliedstaates nach § 327 KAGB (Spezial-AIF und EU-AIF) bzw. § 328 KAGB (ausländische AIF).

<sup>792</sup> Siehe § 329 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KAGB und § 330 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 KAGB; vgl. Baur/Tappen-Ebel, § 329 Rn. 18 ff. und Baur/Tappen-Izzo-Wagner/Baas § 330 Rn. 40 ff.; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 157 ff.; Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 598.

<sup>793</sup> Vgl. BaFin, Merkblatt Vertrieb von Investmentvermögen sub 2.04.01.

<sup>794</sup> Siehe dazu näher unten sub II. und III.

<sup>795</sup> Vgl. aber schon die Regelung des zum 01.01.2004 außer Kraft getretenen § 1 Abs. 1 S. 1 AuslInvestmG.

zum materiellen Investmentbegriff einher, d.h. maßgebend ist nun nicht die formalrechtliche Ausgestaltung<sup>796</sup>, sondern vielmehr eine inhaltliche Bewertung, ob eine Kapitalanlage als „Investmentvermögen“ i.S.v. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB qualifiziert.<sup>797</sup> Eine Konkretisierung und Interpretation erfahren die Tatbestandsmerkmale durch Leitlinien und Verlautbarungen der ESMA<sup>798</sup> und ein Auslegungsschreiben der BaFin<sup>799</sup>.

Einer Untersuchung der Tatbestandsmerkmale des Begriffs ist zunächst eine Einordnung der Systematik expliziter aufsichtsrechtlicher Bereichsausnahmen voranzustellen. Demnach ist das Gesetz auf ausgewählte Institutionen bzw. Strukturen nicht anzuwenden<sup>800</sup>, unter denen die Ausnahmen für Holding- sowie für Verbriefungszweckgesellschaften von besonderer Bedeutung<sup>801</sup> sind. Vom Begriff der Verbriefungszweckgesellschaften gem. § 2 Abs. 1 Nr. 7 KAGB sind nach der gesetzlichen Definition nur solche umfasst, die dem derzeitigen<sup>802</sup> unionsrechtlich hinreichend präzisierten Leitbegriff entsprechen.<sup>803</sup> Eine deutlich geringere definatorische Trennschärfe lässt hingegen die Aus-

---

<sup>796</sup> Zentrales Anknüpfungsmoment war nach früherem Recht die Ausgestaltung als Sondervermögen, die gem. § 2 Abs. 2 InvG definiert waren als „inländische Investmentvermögen in Vertragsform, die von einer Kapitalanlagegesellschaft für Rechnung der Anleger nach Maßgabe dieses Gesetzes und den Vertragsbedingungen [...] verwaltet werden, und bei denen die Anleger das Recht zur Rückgabe der Anteile haben.“ Diesem formellen Investmentbegriff folgte auch die Rechtsprechung, vgl. BVerwG, Urt. v. 27.02.2008 – 6 C 11.07, BVerwGE 130, 262.

<sup>797</sup> Vgl. die Begründung zum AIFM-UmsG-RegE, BT-Drs. 17/12294, S. 188; Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, Art. 4 Rn. 174; eingehend Beckmann/Scholtz/Vollmer-Krause, vor 405 Rn. 2 ff.

<sup>798</sup> ESMA, Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) v. 13.08.2013, ESMA/2013/611.

<sup>799</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens", Gz. Q 31-Wp 2137-2013/0006 v. 14.06.2013 i.d.F. v. 09.03.2015 (nachfolgend: BaFin, AS Anwendungsbereich).

<sup>800</sup> Siehe § 2 Abs. 1 KAGB und Art. 2 Abs. 3 AIFMR-RL.

<sup>801</sup> Vgl. *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2106 ff.

<sup>802</sup> Zu jüngeren Bestrebungen, eine unionsweit harmonisierte Verbriefungsregulierung zu schaffen, vgl. die Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12.12.2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU L 347/35 v. 28.12.2017.

<sup>803</sup> Diese sind gem. § 1 Abs. 19 Nr. 36 KAGB definiert als Gesellschaften, deren einziger Zweck darin besteht, eine oder mehrere Verbriefungen im Sinne von Art. 1 Abs. 2 der EZB-Verbriefungsverordnung sowie weitere zur Erfüllung dieses Zwecks geeignete Tätigkeiten durchzuführen, siehe Verordnung (EG) Nr. 24/2009 der EZB v. 19.12.2008 über die Statistik über die Aktiva und Passiva von finanziellen Mantelkapitalgesellschaften, die Verbriefungsgeschäfte betreiben, ABl. EG L 15/1; nunmehr Neufassung durch die Verordnung (EU) Nr. 1075/2013 der EZB v. 18.10.2013, ABl. EU L 297/107 v. 07.11.2013. Demnach genügt die Übertragung von Vermögensgegenständen auf die Zweckgesellschaft (regulatorisch sog. finanzielle Mantelkapitalgesellschaft), eine Tranchierung bzw. Beschränkung auf Kreditrisiken ist hingegen nicht erforderlich; vgl. *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 10 f.; *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 83.

nahme von Holdinggesellschaften erkennen. Diese charakterisieren i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB, dass sie langfristige Wertsteigerungen ihrer Unternehmensbeteiligungen verfolgen und entweder selbst als börsennotierte Gesellschaft auf eigene Rechnung tätig sind oder aber keine ausdrückliche Exit-Strategien verfolgen.<sup>804</sup> Damit ist entgegen erstem Anschein indes keine allgemeine Freistellung börsennotierter Unternehmen von einer aufsichtsrechtlichen Qualifikation als Investmentvermögen verbunden.<sup>805</sup> Entscheidend soll vielmehr die Subsumtion unter die allgemeinen Tatbestandsmerkmale des Begriffs des Investmentvermögens sein.<sup>806</sup> Zentrales Abgrenzungskriterium zu Private Equity-Fonds stellt das zeitliche Kriterium des Beteiligungshorizonts dar, d.h. ob die Gesellschaft eine langfristige „Geschäftsstrategie“ oder eine veräußerungsorientierte „Anlagestrategie“ verfolgt.<sup>807</sup> Eine konsequente Fortführung des in der Holdingaufnahme reflektierten Gedankens stellt schließlich das sog. Konzernprivileg gem. § 2 Abs. 3 KAGB dar, demzufolge das Gesetz auf konzernangehörige Anlageabteilungen und Beteiligungsgesellschaften trotz formaler Qualifikation als AIF bzw. AIF-KVG grundsätzlich nicht anzuwenden ist.<sup>808</sup>

Die Ausnahmebestimmungen gem. § 2 Abs. 1 KAGB sind demnach nicht als „Safe

---

<sup>804</sup> Die Definition gem. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB umfasst „Holdinggesellschaften, die eine Beteiligung an einem oder mehreren anderen Unternehmen halten, a) deren Unternehmensgegenstand darin besteht, durch ihre Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen oder Beteiligungen jeweils eine Geschäftsstrategie zu verfolgen, den langfristigen Wert der Tochterunternehmen, der verbundenen Unternehmen oder der Beteiligungen zu fördern, und b) die aa) entweder auf eigene Rechnung tätig sind und deren Anteile zum Handel auf einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Absatz 5 des Wertpapierhandelsgesetzes in der Europäischen Union zugelassen sind, oder bb) ausweislich ihres Jahresberichts oder anderer amtlicher Unterlagen nicht mit dem Hauptzweck gegründet wurden, ihren Anlegern durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen“; vgl. *Scholz/Appelbaum*, RdF 2013, 268, 273 ff.; *Zetsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2107 ff.

<sup>805</sup> Vgl. bereits Erwgr. 8 AIFM-RL.

<sup>806</sup> ESMA/2013/611, S. 4 f.

<sup>807</sup> Vgl. *Zetsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2108 f., die neben dem Typus einer konzernleitenden Holding auch den einer aufsichtsrechtlich ebenfalls nicht erfassten beteiligungsverwaltenden Holding identifizieren. Somit dürften Beteiligungsgesellschaften, die für unbestimmte Zeit errichtet werden und deren Anlagehorizont die im Buyout-Geschäft übliche Beteiligungsdauer anhaltend übersteigen, von der Ausnahme erfasst sein.

<sup>808</sup> Voraussetzung des Ausnahmetatbestandes ist, dass allein konzernangehörige Anleger in den betreffenden AIF investieren, vgl. *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 83 f. Private Equity-Beteiligungsstrukturen mit nur einem Anleger werden auch als *captive funds* bezeichnet, wobei nach der Natur des Anlegers zwischen Industrieunternehmen (*captive funds* i.w.S. bzw. *corporate funds*) und Finanzinstituten (*captive funds* i.e.S.) unterschieden wird, *Brich/Hasenbalg*, Management, Stichwort „Captive Fund“. Vgl. zu konzerninternen VC-Fonds auch *Weitnauer*, Venture Capital, S. 7 f.

Harbour-Regel“ mit konstitutiver Wirkung<sup>809</sup> zu verstehen, vielmehr ist der konkrete Sachverhalt stets unter die Tatbestandsmerkmale des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB zu subsumieren. Nach dem Wortlaut der Norm ist Investmentvermögen „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“. Zwar ist diese materielle, weitgehend auf Richtlinienvorgaben<sup>810</sup> beruhende Definition von dem Gedanken getragen, Umgehungsversuche zu unterbinden und damit die Regulierungsdichte effektiv zu erhöhen. Bei näherer Betrachtung offenbaren sich aufgrund der geringen Trennschärfe der Kriterien jedoch vielfältige Abgrenzungsprobleme, sodass auch bei Herausbildung einer umfangreichen Kasuistik ein bedenklicher Verlust an Rechtssicherheit zu besorgen ist.<sup>811</sup> Dies gilt insbesondere angesichts der Strafbewehrung einer ohne die erforderliche Erlaubnis (§ 339 Abs. 1 Nr. 1 KAGB) bzw. Registrierung (§ 339 Abs. 1 Nr. 3 KAGB) betriebene Verwaltung von Investmentvermögen, die aufgrund des verfassungsrechtlich erforderlichen Bestimmtheitsgrundsatzes eine restriktive Norminterpretation gebietet.<sup>812</sup> Unter anderen Vorzeichen folgt dieses Normverständnis zugleich aus dem Legalitätsprinzip<sup>813</sup>, dem die beaufsichtigende Administrativgewalt im Rahmen ihrer Befugnisausübung<sup>814</sup> verpflichtet ist, sowie dem zivilrechtlichen Verschuldensmaßstab im Hinblick auf informationsbezogene Haftungstatbestände<sup>815</sup>.

Zunächst setzt der – dem Kapitalanlagerecht bislang unbekannte – Begriff des „Organismus“ weder eine Risikodiversifikation noch eine bestimmte Rechtsform voraus, so-

---

<sup>809</sup> *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2107.

<sup>810</sup> „AIF“ ist gem. Art. 4 Abs. 1 lit. a) AIFM-RL „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der i) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und ii) keine Genehmigung gemäß Artikel 5 der Richtlinie 2009/65/EG benötigt.“ Der englische Richtlinienwortlaut spricht von einem „collective investment undertaking“. Demnach ist die Definition des Investmentvermögens i.S.d. KAGB aufgrund der Erfassung von OGAW sowohl weiter und zugleich hinsichtlich des Kriteriums des operativ tätigen Unternehmens enger als die Richtliniendefinition.

<sup>811</sup> Vgl. *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 5 f.

<sup>812</sup> So unter Verweis auf den in Art. 103 Abs. 2 GG verankerten Bestimmtheitsgrundsatz *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Krause*, vor 405 Rn. 11; *Baur/Tappen-Herberger*, § 339 Rn. 14 ff.; kritisch auch *Freitag*, NZG 2013, 329, 330.

<sup>813</sup> Art. 20 Abs. 3 GG.

<sup>814</sup> Siehe etwa die (Untersagungs-)Befugnisse gem. §§ 5, 15, 16 und 314 KAGB; vgl. *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Beckmann*, 405 § 5 Rn. 205 ff.

<sup>815</sup> §§ 276, 280 Abs. 1 S. 2 BGB, vgl. etwa die Haftung für unterlassene Erstellung eines Verkaufsprospekts gem. § 306 Abs. 5 KAGB, § 21 VermAnlG und § 24 WpPG.

dass jede rechtliche Ausgestaltung einer Kapitalanlagebeteiligung als Investmentvermögen qualifizieren kann.<sup>816</sup> Entscheidend ist, dass der Organismus ein rechtlich oder wirtschaftlich verselbständigtes („gepooltes“)<sup>817</sup> Vermögen begründet.<sup>818</sup> An dieser notwendigen Verselbständigung soll es etwa bei Miteigentum in Form der Bruchteilsgemeinschaft (§§ 741 ff. BGB)<sup>819</sup>, bei kooperativen Joint Venture-Vereinbarungen<sup>820</sup> oder Crowdfunding-Modellen<sup>821</sup> fehlen. In engem Zusammenhang mit dem Begriff des „Organismus“ steht das Kriterium „für gemeinsame Anlagen“, das eine gemeinschaftliche Verteilung der Risiken der Anlage und damit eine Gewinn- und Verlustpartizipation des Anlegers erfordern soll.<sup>822</sup> Keine „gemeinsame Anlage“ sind mangels einer Verlustbeteiligung Formen der Kapitalüberlassung, die Anlegern einen unbedingten Zahlungsanspruch gewähren.<sup>823</sup>

Ein Organismus sammelt gem. § 1 Abs. 1 S. 2 KAGB bereits dann „von einer Anzahl von Anlegern“ Kapital ein, wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag die Zahl der Anleger nicht auf einen Anleger begrenzen.<sup>824</sup> Dabei soll

---

<sup>816</sup> Erfasst sind somit auf Ebene des Anwendungsbereichs jegliche schuldrechtliche, gesellschaftsrechtliche, sowie andere mitgliedschaftliche Beteiligungsformen, auch wenn sie in nur ein Anlageobjekt investieren. Siehe zu dem erst im Rahmen der zulässigen Ausgestaltung erheblichen kapitalanlagerechtlichen Typenzwang sogleich sub bb).

<sup>817</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub I. 1.; ESMA/2013/600, S. 31.

<sup>818</sup> Vgl. *Wallach*, RdF 2013, 92, 94; *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193, 2198; *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 85.

<sup>819</sup> Vgl. *Kloyer*, in: Möllers/ders. (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 99 f., der auf Miteigentümergeinschaften bei Immobilien verweist.

<sup>820</sup> Vgl. Erwgr. 8 AIFM-RL; BaFin, AS Anwendungsbereich sub I. 1.; *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 85, der auf den vorrangigen Zweck der Einbringung von Know-how und Ressourcen abstellt.

<sup>821</sup> Plattformen zur Schwarmfinanzierung (vgl. § 2a VermAnlG) agieren i.d.R. als bloßer Vermittler individueller – meist als partiarische Darlehen ausgestalteter – Kapitalbeteiligungen an Unternehmen. Vgl. *Meschkowski/Wilhelmi*, BB 2013, 1411 ff.; *Schmitt/Doetsch*, BB 2013, 1451 ff.; zur Rechtslage in Deutschland und den USA *Klöhn/Hornuf*, ZBB 2012, 237 ff.; zur Einordnung im EU-Kapitalmarktrecht ESMA, Advice Investment-based crowdfunding, Report v. 18.12.2014, ESMA/2014/1560, S. 13 ff.; zu Entwicklungsperspektiven *Baek/Collins/Zhang*, Alternative Finance Report 2014, S. 52 ff.

<sup>822</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 2.

<sup>823</sup> Während damit unstreitig gesellschaftsrechtliche Beteiligungen tatbestandlich erfasst und klassische Darlehen ausgeschlossen sind, werfen mezzanine Finanzierungen etwa in Gestalt stiller Beteiligungen unter Ausschluss der Verlustbeteiligung (vgl. § 231 Abs. 2 HGB) oder als partiarisches Darlehen Abgrenzungsprobleme auf, vgl. *Kloyer*, in: Möllers/ders. (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 100 ff.; BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 2.; *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Krause*, vor 405 Rn. 44 ff.

<sup>824</sup> Demnach qualifiziert ein Organismus auch dann als Investmentvermögen, wenn tatsächlich nur ein einziger Anleger beteiligt ist, die Vertragsdokumente aber eine auch nur potentielle Beteiligung weiterer Anleger eröffnen. Umgekehrt betrachtet ermöglicht dieses Verständnis durch eine ausdrückliche

eine materielle Betrachtungsweise entscheiden, d.h. eine wirtschaftliche Anlegermehrheit auch im Falle eines einzigen (Treuhand-)Anlegers oder einer Master-Feeder-Struktur im Wege einer Durchschau zu bejahen sein.<sup>825</sup> Ausgeschlossen sind somit allein Strukturen, in denen eine Beteiligung des Anlegers auf individualvertraglicher Grundlage etwa in segregierten Anlagekonten (*managed accounts*)<sup>826</sup> erfolgt bzw. sich eine Anlegermehrheit als bloße Nebenfolge einer gesellschaftsrechtlichen Struktur darstellt<sup>827</sup>. Gleichwohl ist bei fehlender Anlegermehrheit zu berücksichtigen, dass auch individuelle vermögensverwaltende Tätigkeiten einer Erlaubnispflicht als Finanzdienstleistung unterliegen können<sup>828</sup> und allein die zugelassene KVG für Tätigkeiten der kollektiven Vermögensverwaltung i.S.d. KAGB vom Anwendungsbereich des KWG ausgenommen ist.<sup>829</sup> Eine hohe praktische Bedeutung ist zudem einer grundlegenden Änderung der Verwaltungspraxis zum Spannungsverhältnis beider Aufsichtsregime beizumessen, der zufolge AIF nunmehr auch ohne über eine kreditwesenrechtliche Erlaubnis

---

kaufmännische Öffnung daher auch eine Qualifikation als Investmentvermögen. Hintergrund dieser Regelungen waren drohende negative Konsequenzen für deutsche Versicherungsunternehmen, die als alleinige Anleger eines konzernintern verwalteten Investmentvermögens aufgrund des Konzernprivilegs gem. § 2 Abs. 3 KAGB steuerlicher und bilanzieller Vorteile verlustig gegangen wären, vgl. *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 83 f.; *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193, 2198 f.

<sup>825</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 4.; ESMA/2013/600, S. 32; *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 7.

<sup>826</sup> Bei sog. *managed accounts*, die im institutionellen Markt zunehmende Verbreitung gefunden haben, handelt es sich um segregierte Anlageportfolios einzelner Großanleger, die oftmals auf Beteiligungsplattformen spezialisierter Dienstleister verwaltet werden, vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 112 ff.; *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook, S. 22 f.; zur rechtlichen Einordnung *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 7; *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Krause*, vor 405 Rn. 15.

<sup>827</sup> So sollen trotz einer formalen Anlegermehrheit GmbH & Co. KG-Strukturen dann nicht erfasst sein, wenn sich der Komplementär bzw. geschäftsführende Kommanditist „nicht weiter – abgesehen von einer ggf. gesellschaftsrechtlich erforderlichen Minimalbeteiligung“ beteiligen können, BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 4.

<sup>828</sup> Zu berücksichtigen sind hierbei vornehmlich die Tatbestände der Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG) sowie der Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG). Erstere setzt die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum voraus, die jedenfalls dann ausscheiden soll, wenn dem Anleger umfangreiche Zustimmungsvorbehalte eingeräumt werden, vgl. BaFin, Merkblatt Hinweise zum Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung v. 03.01.2011 i.d.F. v. 11.06.2014 sub Ziff. 1. d). Letztere hingegen bezieht sich allein auf Gemeinschaften natürlicher Personen, deren unmittelbare Beteiligung jedenfalls in institutionellen Anlagestrukturen unüblich ist. Folge einer Qualifikation als Finanzdienstleistungsinstitut wäre neben der Erlaubnispflicht gem. § 32 KWG insbesondere die Beachtung umfassender Organisationsanforderungen, die auch vergütungsbezogene Vorgaben umfassen, siehe hierzu sogleich unten sub II. 2. b).

<sup>829</sup> Nach der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5a KWG sind nur KVGn und extern verwaltete Investmentgesellschaften ausgenommen, sofern sie die kollektive Vermögensverwaltung erbringen, vgl. BaFin, Merkblatt Hinweise zur Bereichsausnahme für Kapitalverwaltungsgesellschaften v. 23.07.2013.

für das Kreditgeschäft<sup>830</sup> zu verfügen oder sich auf mezzanine Finanzierungsformen<sup>831</sup> zu beschränken originär Darlehen vergeben und restrukturieren sowie prolongieren dürfen<sup>832</sup>.

Der Vorgang des „Einsammelns von Kapital“ soll ferner gewerblicher Natur<sup>833</sup> sein und im Falle einer bereits etablierten Gruppenstruktur<sup>834</sup> zu verneinen sein. Als Anwendungsfall werden unter Berufung auf die Erwägungsgründe der Richtlinie insbesondere Family Offices<sup>835</sup> angeführt, wobei aber die Einordnung sog. Club Deals und vergleichbarer Investorengruppen schwierig erscheint.<sup>836</sup> Als entscheidendes Merkmal der kollektiven Vermögensanlage ist hier das Kriterium der Fremdverwaltung in den Blick zu nehmen.<sup>837</sup> An dieser wird es aber bei Vereinbarung und tatsächlichen Ausübung eines sachlich unbegrenzten Weisungsrechts aller Anleger fehlen, sodass vielmehr eine bloße Eigenverwaltung anzunehmen ist, in deren Rahmen kein externes Kapital einge-

---

<sup>830</sup> Die Kreditvergabe durch Fonds begegnete nach nationalem Recht bislang aufgrund des Erlaubnisvorbehalts für das Kreditgeschäft Beschränkungen (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 32 KWG), sodass frühere Kreditfondsstrukturen eine Darlehensvergabe mit anschließender Abtretung durch eine Bank (sog. *fronting bank*) bzw. die Domizilierung in aufsichtsrechtlich liberaleren Jurisdiktionen vorsahen; vgl. *Friedrich/Bühler*, WM 2015, 911 ff.

<sup>831</sup> Mezzanine Finanzierungsinstrumente werden regelmäßig mit einer Nachrangabrede verbunden, die Ansprüche des Mezzanine-Gläubigers gegenüber denen vorrangiger Fremdkapitalgeber unterordnet. Hierzu erklärt der Gläubiger einen sog. qualifizierten Rangrücktritt für den Insolvenz- und Liquidationsfall (vgl. § 39 Abs. 1 und Abs. 2 InsO), mit der Folge, dass die Darlehensgewährung mangels Unbedingtheit des Rückzahlungsanspruchs nicht als erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft (§ 1 Abs. 1 Nr. 2 KWG) qualifiziert. Vgl. BaFin, Merkblatt Hinweise zum Tatbestand des Kreditgeschäfts v. 08.01.2009 i.d.F. v. 25.04.2014, dort sub I. 1. a) cc) (4); zu Erscheinungsformen von Mezzanine-Kapital näher *Gleske/Laudenklos*, in: *Eilers/Rödding/Schmalenbach* (Hrsg.), *Unternehmensfinanzierung*, S. 542 ff.

<sup>832</sup> BaFin, Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen sowie zur sog. „Restrukturierung“ und Prolongation von Darlehen für Rechnung des Investmentvermögens v. 12.05.2015, Gz. WA 41-Wp 2100 - 2015/0001; restriktiver noch *Friedrich/Bühler*, WM 2015, 911, 913 ff.

<sup>833</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub I. 3.; BaFin, Merkblatt zur Erlaubnispflicht gemäß KWG und KAGB von Family Offices v. 14.05.2014 sub 2. b); ESMA/2013/600, S. 29 und S. 32 („*commercial activity*“).

<sup>834</sup> ESMA/2013/600, S. 30 („*pre-existing groups*“); vgl. *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4, 8.

<sup>835</sup> Ausgenommen sind nach Erwgr. 7 AIFM-RL „z. B. Family-Office-Vehikel, die das Privatvermögen von Anlegern investieren, ohne Fremdkapital zu beschaffen“. Gemeint ist indes fremdes (d.h. externes) Kapital, was sich aus der englischen Richtlinienfassung („*without raising external capital*“) ergibt. Vgl. für eine eingehende Definition der „Familienzugehörigkeit“ ESMA/2013/600, S. 30; vgl. zur Einordnung von Family Offices und Club Deals näher *Seibt/Jander-McAlister*, DB 2013, 2374 ff. (Teil 1) und 2433 ff. (Teil 2); *Scholz/Appelbaum*, RdF 2013, 268, 270 ff.; *Krause/Klebeck*, BB 2012, 2063 ff.; *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Krause*, vor 405 Rn. 32 ff.

<sup>836</sup> Insbesondere wird in vielen entsprechenden Gruppenstrukturen vereinzelter Anleger eine aktive Kommunikationsrolle in der Ansprache möglicher Co-Investoren zufallen, die bereits eine Gewerblichkeit begründen könnte, vgl. *Kloyer*, in: *Möllers/ders.* (Hrsg.), *Kapitalanlagegesetzbuch*, S. 102 ff.

<sup>837</sup> Vgl. *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2103 f.

sammelt wurde.<sup>838</sup>

Unschärf ist ferner das Erfordernis nach „einer festgelegten Anlagestrategie“ zu investieren, dem die Gesetzesbegründung das Antonym der „allgemeinen Geschäftsstrategie“ gegenüberstellt.<sup>839</sup> Eine Abgrenzung über den Grad der Konkretisierung kann allein über indizielle Kriterien erfolgen, zu denen etwa die Verbindlichkeit der Anlagekriterien für das Fondsmanagement und dessen residualer Handlungsspielraum zählen.<sup>840</sup> Weiterhin muss der Organismus das eingesammelte Anlegerkapital „zum Nutzen dieser Anleger“ investieren.<sup>841</sup> Bei näherer Betrachtung potentieller Anwendungsfälle erscheint indes zweifelhaft, ob dem Kriterium bei eingehender Würdigung der Tatbestandsmerkmale der Anlagestrategie sowie der Anlegermehrheit überhaupt ein eigener Regelungsgehalt verbleibt.<sup>842</sup>

Von zentraler Bedeutung ist schließlich das Negativkriterium, dass der Organismus „kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist“, dessen Reichweite insbesondere unter Bezug auf Immobilien-, Infrastruktur- und Schiffsbeteiligungen kritisch diskutiert wird.<sup>843</sup> Eine operative Tätigkeit sollen etwa Unternehmen erbringen, die Immobilien entwickeln oder errichten, Güter produzieren oder mit ihnen handeln oder sonstige Dienstleistungen außerhalb des Finanzsektors anbieten.<sup>844</sup> Einen Systematisierungsansatz kann die Differenzierung zwischen einem aktiven Herstellungspro-

---

<sup>838</sup> *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101, 2103; insoweit kann eine Parallele zu der aufsichtsrechtlichen Einordnung von Zustimmungsvorbehalten i.R.d. Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG) gezogen werden.

<sup>839</sup> Begründung zum AIFM-UmsG, BR-Drs. 791/12 v. 21.12.2012, S. 365: „Eine festgelegte Anlagestrategie unterscheidet sich damit von einer allgemeinen Geschäftsstrategie eines operativ tätigen Unternehmens dadurch, dass die Anlagekriterien genau bestimmt sind und die Handlungsspielräume des AIFM in den Anlagebedingungen, der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag eingeschränkt sind.“; vgl. *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193, 2199.

<sup>840</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 5.; ESMA/2013/600, S. 33; aufgrund der hinreichend konkretisierten Kriterien unterfallen auch sog. „Blind Pools“ diesem Merkmal, *Kloyer*, in: Möllers/ders. (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 106.

<sup>841</sup> Dessen Gegenteil soll eine Investition „zum Nutzen des eigenen Unternehmens“ bilden, vgl. BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 6. zum Beispiel der durch eine Bank emittierten Schuldverschreibung („Zertifikat“), deren Emissionserlöse der Bank grundsätzlich zur freien Verfügung stehen; vgl. auch *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193, 2199 f.

<sup>842</sup> *Loritz/Rickmers*, NZG 2014, 1241, 1247 plädieren dafür, das Kriterium des Anlegernutzens mit dem der operativen Tätigkeit zusammenzufassen.

<sup>843</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub Ziff. I. 7.; vgl. *Loritz/Rickmers*, NZG 2014, 1241 ff.; *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193, 2200 ff.; *Kloyer*, in: Möllers/ders. (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 107 ff.; *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 92 ff.

<sup>844</sup> Vgl. ESMA/2013/600, S. 29 („*general commercial or industrial purpose*“).

zess und einem passiven Anlageverhalten bieten.<sup>845</sup> Gleichwohl lassen die vielfältigen Erscheinungsformen der wirtschaftlichen Realität zwischen Entwicklung, Instandsetzung und Verwaltung von Immobilien – auch durch börsennotierte Immobilienunternehmen bzw. REITs<sup>846</sup> –, Projektierung und Betrieb von Infrastrukturanlagen<sup>847</sup> sowie Chartervertragstypen im nautischen Sektor<sup>848</sup> eine Vielfalt von Abgrenzungsproblemen erahnen, deren kasuistische Auflösung nur im Rahmen einer wertenden Betrachtung nach dem Schwerpunkt des Tätigkeitsbildes erfolgen kann.<sup>849</sup>

Von Belang ist eine rechtssichere Einordnung von Beteiligungsstrukturen als Investmentvermögen zum einen für die Qualifikation des Fondsvehikels selbst, zum anderen aber auch für die aufsichtskonforme Strukturierung von Vergütungsvereinbarungen. Hier erscheint vor allem die kapitalanlagerechtliche Bewertung der in Private Equity-Strukturen verbreiteten Carried Interest-Beteiligungsgesellschaften (sog. „Carry-KG“)<sup>850</sup> fraglich. Aus mehreren Gründen qualifiziert jedoch eine Carry-KG selbst nicht als Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB. Zunächst erfolgt durch diese kein „Einsammeln von Kapital“, da es an jeglicher Marktbezogenheit fehlt. Vielmehr handelt es sich bei der Gruppe der Carry Holder um eine etablierte Gruppenstruktur im Sinne der Verwaltungsauffassung. Insbesondere ist aber der Regelungszweck des Kapitalanla-

---

<sup>845</sup> Krause/Klebeck, RdF 2013, 4, 10.

<sup>846</sup> Weder börsennotierte Immobiliengesellschaften in Form der regulären Aktiengesellschaft noch solche in Form des REIT i.S.d. § 1 Abs. 1 REITG sind vom Anwendungsbereich des KAGB grundsätzlich ausgeschlossen, vielmehr soll eine Qualifikation als Investmentvermögen unter besonderer Berücksichtigung der Merkmale des operativen Unternehmens sowie der festgelegten Anlagestrategie anhand der konkreten Tätigkeit im Einzelfall zu bewerten sein, BaFin, AS Anwendungsbereich sub I. 7. a) sowie sub II. 1. und 2. Somit wird sich eine langfristige Fruchtziehung im Rahmen der Vermietung oder Verpachtung durch „Halten und Verwalten“ von Immobilienanlagen regelmäßig als passive und hinreichend konkretisierte Anlagestrategie darstellen, die eine Einordnung als Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB begründet. Bewertet man hingegen vornehmlich transaktionsbasierte Anlagestrategien (auch sog. Real Estate Private Equity) aufgrund der Durchführung umfangreicher Projektentwicklungstätigkeiten als aktive, operative Unternehmen, ergeben sich im Hinblick auf übrige Transaktionsstrategien (z.B. Buyout, VC) erhebliche Wertungswidersprüche. Vgl. zu Anforderungen des KAGB an Immobilienfonds *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603, 1605 ff.; zur Einordnung von REITs *Merkt*, BB 2013, 1986 ff.

<sup>847</sup> Wertungswidersprüche können sich ebenfalls zwischen Immobilien- und Infrastrukturbeteiligungen ergeben, sofern letztere bei als operativ qualifizierender Annahme eines „Betriebs“ trotz langfristiger (mietähnlicher) Abnahmevereinbarungen im Grund eine passive Anlagetätigkeit verfolgen; vgl. zu sog. Bürgerenergieprojekten *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 93 ff.

<sup>848</sup> BaFin, AS Anwendungsbereich sub I. 7. b); vgl. *Arndt/Lüdicke*, in: Lüdicke/Arndt (Hrsg.), Geschlossene Fonds, S. 291 ff.; *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 93.

<sup>849</sup> Vgl. *Loritz/Rickmers*, NZG 2014, 1241, 1243 f. zu weiteren Beispielen.

<sup>850</sup> So etwa *Schnittker/Steinbiß*, IStR 2015, 760, 765.

gerechts heranzuziehen, dessen anlegerschützende Dimension sich erst aus den Opportunismusgefahren innerhalb des Agenturkonflikts zwischen Fondsmanagement und Anleger rechtfertigt.<sup>851</sup> Im Falle von Beteiligungsverhältnissen des Management-Agenten an den von ihm selbst verwalteten Fonds besteht aber mangels Informationsasymmetrie schlechthin kein Regulierungsbedarf, sodass der Anwendungsbereich des KAGB teleologisch zu reduzieren ist. Entsprechendes gilt für sämtliche Erscheinungsformen von Beteiligungsgesellschaften, die im weiteren Sinne der Sphäre des Fondsmanagements zuzurechnen sind, sodass auch auf Ebene individueller Portfoliobeteiligungen einbezogene Managementbeteiligungs- und Co-Investment-Gesellschaften nicht als Investmentvermögen qualifizieren.<sup>852</sup>

Eine hiervon zu unterscheidende Frage ist die, ob eine Carry-KG selbst aufgrund ihrer Beteiligung an der Fondsgesellschaft als Anlegerin besondere aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllen muss. Im Einklang mit der Auffassung, dass eine formale Anlegermehrheit im Rahmen einer GmbH & Co. KG-Struktur unter bestimmten Voraussetzungen nicht als Investmentvermögen qualifiziert, ist unter teleologischen Erwägungen auch eine Carry-KG nicht als „Anleger“ im Sinne des Gesetzes anzusehen. Als Folge dieser Einordnung entfällt das Erfordernis, die Qualifikationskriterien des semiprofessionellen Anlegers gem. § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB erfüllen zu müssen.<sup>853</sup>

#### bb) Kapitalanlagerechtliche Produktregulierung und Rechtsformzwang

Das Kapitalanlagegesetzbuch prägt in Kontinuität zu der bisherigen Rechtslage ein *numerus clausus* zulässiger Rechtsformen, welche die strukturelle Ausformung eines Investmentvermögens durch aufsichtsrechtliche Vorgaben näher konkretisieren.<sup>854</sup> Hin-

---

<sup>851</sup> Siehe zu diesem Prinzipal-Agent-Konflikt in alternativen Investmentfonds Kapitel 2 sub I. 2.

<sup>852</sup> Vgl. *Haisch/Helios*, BB 2013, 23, 26; *dies.*, BB 2013, 1687, 1691 f.

<sup>853</sup> Die entsprechende Verwaltungsauffassung der BaFin knüpft eine solche Einordnung an Bedingungen. Diese umfassen, dass „(1.) der Zweck der von ihr eingebrachten Einlage in der Vereinnahmung von Ergebnisanteilen besteht, die sie für die Förderung des Zwecks des AIF erhält (Carried Interest), (2.) der Anspruch auf den Carried Interest unter der Voraussetzung eingeräumt worden ist, dass die Investoren ihr eingezahltes Kapital vollständig zurückerhalten haben und (3.) eine Steuerberatungs-, Wirtschaftsprüfer- oder Rechtsanwaltskanzlei der BaFin bestätigt, dass diese Voraussetzungen im konkreten Fall erfüllt sind.“, so BaFin, unveröffentlichte E-Mail an Branchenverbände v. 24.10.2014. Maßgeblich soll ferner mündlichen Auskünften zufolge eine Einordnung der Vergütungsansprüche als Carried Interest im einkommensteuerrechtlichen Sinne sein; siehe dazu unten sub 3. b).

<sup>854</sup> Vgl. näher *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821, 822 ff.; *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950, 1952 ff.

sichtlich dieser von dem jeweiligen „Fondstypen“<sup>855</sup> abhängigen sog. „Produktregulierung“<sup>856</sup> differenziert das Gesetz anhand der Richtlinienverortung zwischen OGAW und AIF, nach dem Sitz zwischen inländischen, EU- und ausländischen sowie anhand der Anteilsliquidität zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen und schließlich nach der Anlegergruppe zwischen Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF. Diese systematisierenden Kriterien legen sich schablonenartig über das kapitalanlagerechtliche Regulierungsgeflecht und treten in unterschiedlichen Kombinationsformen in Erscheinung.

Zunächst umfasst die Gruppe der AIF gem. § 1 Abs. 3 KAGB alle Investmentvermögen, die nicht als OGAW gem. § 1 Abs. 2 KAGB die Anforderungen der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG erfüllen.<sup>857</sup> Aufgrund dieses Richtliniendualismus findet der zuvor für OGAW verwendete Begriff des „richtlinienkonformen Sondervermögens“<sup>858</sup> im KAGB keine weitere Verwendung. In geographischer Hinsicht wird sodann nach dem jeweils anwendbaren Recht zwischen inländischen, EU- und ausländischen Investmentvermögen differenziert.<sup>859</sup> Die gesetzliche Systematik prägt das liquiditätsbezogene Unterscheidungskriterium, demzufolge grundlegend zwischen offenen (§§ 91 ff. KAGB) und geschlossenen inländischen Investmentvermögen (§§ 139 ff. KAGB) zu unterscheiden ist. Offene Investmentvermögen sind neben OGAW<sup>860</sup> alle AIF im Sinne des Art. 1 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014<sup>861</sup> (§ 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB).<sup>862</sup>

---

<sup>855</sup> Begründung zum AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 191; *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89, 93.

<sup>856</sup> Vgl. BT-Drs. 17/12294, S. 1 ff.; *Wallach*, RdF 2013, 92, 99.

<sup>857</sup> Dabei ist gleichwohl zu berücksichtigen, dass sich im Zuge regulatorischer Liberalisierungen auch OGAW als Organisationsform für liquide alternative Investmentfonds etabliert haben (sog. Alternative UCITS). Eine rechtliche Bewertung der Konsistenz unterschiedlicher Regulierungsregime hat diese Entwicklung mit einzubeziehen; siehe daher zur Ergänzung der OGAW-RL um Anforderungen an Vergütungssysteme sogleich unten sub II. 2. b).

<sup>858</sup> Vgl. noch §§ 46 ff. InvG; RegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 190.

<sup>859</sup> § 1 Abs. 7–9 KAGB; die Kategorien entsprechen der Einordnung von Verwaltungsgesellschaften.

<sup>860</sup> § 1 Abs. 4 Nr. 1 KAGB.

<sup>861</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission v. 17.12.2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds, ABl. EU L 183/18 v. 24.06.2014.

<sup>862</sup> Die ursprüngliche Regelung des § 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB qualifizierte Investmentvermögen im Einklang mit der früheren Auffassung der ESMA dann als offen, wenn Anleger oder Aktionäre „mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe“ haben, vgl. noch ESMA, Final report, Draft regulatory technical standards on types of AIFMs v. 02.04.2013, ESMA/2013/413, S. 18 f. Eine andere Auffassung vertrat hingegen die Kommission, deren restriktiveres Abgrenzungsmerkmal zunächst Eingang in die vorgenannten technischen Regulierungsstandards fand und sodann im Rahmen des Finanz-

Der Definition zufolge qualifiziert bereits jede Anteilsrücknahme „vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase“ einen AIF als offen<sup>863</sup>, wengleich Sekundärmarkttransaktionen außer Betracht bleiben<sup>864</sup>. Erfüllt ein AIF diese Kriterien nicht, handelt es sich gem. § 1 Abs. 5 KAGB um einen geschlossenen AIF. Von Belang ist die Abgrenzung über die formale Rechtsformwahl hinaus auch aufgrund materieller Vorgaben, die für offene Investmentvermögen etwa ein Liquiditätsmanagement<sup>865</sup> fordern sowie diesem Fondstyp eine Ausgestaltung von Teilfonds durch eine sog. Umbrella-Struktur<sup>866</sup> vorbehalten.

Die für die Ausgestaltung eines Investmentvermögens zulässigen Rechtsformen („Fondsvehikel“<sup>867</sup> bzw. „Fondsplattform“<sup>868</sup>) begrenzt das KAGB auf drei, namentlich als vertragliche Form das Sondervermögen<sup>869</sup> und als gesellschaftsrechtliche Formen die Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) sowie die Investmentaktiengesellschaft (InvAG).<sup>870</sup> Diese Rechtsformbeschränkungen konkretisieren die allgemeinen Bestimmungen des KAGB näher für offene und geschlossene inländische Investmentvermögen: Offene Investmentvermögen können gem. § 91 Abs. 1 KAGB als Sondervermögen (§§ 92 ff. KAGB), als InvAG mit veränderlichem Kapital (§§ 108 ff. KAGB) oder als offene InvKG (§§ 124 ff. KAGB)<sup>871</sup> ausgestaltet werden, wobei Rechtsformbeschrän-

---

marktanpassungsgesetzes 2014 im nationalen Recht umgesetzt wurde, vgl. *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950, 1953.

<sup>863</sup> So definiert Art. 1 Abs. 2 UAbs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014: „Ein AIFM eines offenen AIF ist ein AIFM, der einen AIF verwaltet, dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden.“

<sup>864</sup> Art. 1 Abs. 2 UAbs. 3 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014.

<sup>865</sup> Dies ist gem. § 30 Abs. 1 S. 1 KAGB für geschlossene Investmentvermögen, für die kein Leverage eingesetzt wird, entbehrlich.

<sup>866</sup> Allein offene Investmentvermögen können mehrere Teilfonds ausbilden, deren jeweilige Wertentwicklung nur die Erträge der dem jeweiligen Teilvermögen zugeordneten Vermögensgegenstände abbildet, vgl. §§ 96 Abs. 3, 117 Abs. 2, 132 Abs. 1 S. 2–6 KAGB; sämtlich kritisch zu dieser Beschränkung *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950, 1953; *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 160, 163; *Wallach*, RdF 2013, 92, 100; eingehend *Zetzsche*, AG 2013, 613, 617 ff.

<sup>867</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89, 93.

<sup>868</sup> *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153, 157.

<sup>869</sup> Sie definiert § 1 Abs. 10 KAGB als inländische offene Investmentvermögen in Vertragsform.

<sup>870</sup> InvAG und InvKG sind gem. § 1 Abs. 11 KAGB gemeinsam „Investmentgesellschaften“.

<sup>871</sup> Der durch das KAGB neu eingeführte Sondertypus der offenen Investmentkommanditgesellschaft gem. §§ 124 ff. KAGB soll vor allem die steuereffiziente (da DBA-konforme) Bündelung global an-

kungen für offene Immobilienfonds<sup>872</sup> bestehen. Als zulässige Rechtsformen geschlossener Investmentvermögen stehen gem. § 139 KAGB allein die InvAG mit fixem Kapital (§§ 140 ff. KAGB) und die geschlossene InvKG (§§ 149 ff. KAGB) zur Verfügung.

Deutliche Divergenzen des aufsichtsrechtlichen Pflichtenkanons treten sodann im Rahmen der Abgrenzung der Anlegergruppen zutage, welche die weitere systematische Gliederung des Gesetzes prägt.<sup>873</sup> Hierzu beschränkt das Gesetz die zulässigen Anleger sogenannter Spezial-AIF gem. § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB auf professionelle und semiprofessionelle Anleger<sup>874</sup> und definiert alle übrigen Investmentvermögen, an denen sich Privatanleger auch nur potentiell beteiligen können, gem. § 1 Abs. 6 S. 2 KAGB als Publikumsinvestmentvermögen.<sup>875</sup> Innerhalb der vorliegend zu betrachtenden Fondsklasse der AIF greifen je nach Anlegergruppe neben unterschiedlichen Vertriebsvorgaben deutlich abweichende produktbezogene Regelungen.<sup>876</sup>

So umfasst die in den §§ 214 ff. KAGB geregelte Kategorie der offenen inländischen Publikums-AIF insbesondere Dach-Hedgefonds gem. § 225 KAGB sowie Immobilien-Sondervermögen gem. § 230 KAGB, für die etwa besondere Liquiditätsvorschriften gelten. Für die Kategorie der geschlossenen inländischen Publikums-AIF normiert § 261 Abs. 1 KAGB einen nicht abschließenden Katalog erwerbbarer Vermögensgegenstände, dessen zentraler Begriff des „Sachwerts“ indes nur indizielle Wirkung<sup>877</sup> entfaltet.

---

gelegten Pensionsvermögens (*pension asset pooling*) in einem inländischen Vehikel ermöglichen, vgl. RegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 412; Wallach, RdF 2013, 92, 99. Ihre Anteile dürfen gem. § 91 Abs. 2 KAGB nur von (semi-)professionellen Anlegern erworben werden.

<sup>872</sup> Offene inländische Investmentvermögen, die nach ihren Anlagebedingungen in Immobilien investieren, dürfen gem. § 91 Abs. 3 KAGB nur als Sondervermögen ausgestaltet werden; kritisch Wollenhaupt/Beck, DB 2013, 1950, 1953.

<sup>873</sup> Siehe die systematische Unterscheidung zwischen Publikumsinvestmentvermögen (Kapitel 2 des KAGB) und inländischen Spezial-AIF (Kapitel 3 des KAGB).

<sup>874</sup> Siehe zu diesen aufsichtsrechtlichen Anlegergruppen bereits oben sub b) cc).

<sup>875</sup> Für die Einordnung als Spezial-AIF ist gem. § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB entscheidend, dass die Anteile des AIF entweder aufgrund einer schriftlichen Vereinbarung mit der Verwaltungsgesellschaft oder aufgrund der konstituierenden Dokumente des AIF nur von den genannten Anlegern erworben werden dürfen.

<sup>876</sup> Besonderen Restriktionen unterliegt in Publikumsinvestmentvermögen gem. § 197 KAGB (vgl. aber auch § 284 Abs. 1 KAGB für bestimmte Spezial-AIF) etwa der Einsatz von Derivaten und Repo-Geschäften nach Maßgabe der Derivateverordnung (Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch v. 16.07.2013, BGBl. I, S. 2463 (DerivateV)).

<sup>877</sup> Zum einen erlaubt die nur beispielhafte Aufzählung zulässiger „Sachwerte“ gem. § 261 Abs. 2 KAGB („insbesondere“) eine Subsumtion vergleichbarer, indes gesetzlich nicht näher definierter Anlagegegenstände, RegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 271. Damit erscheint aber etwa die Ein-

tet. Die konkrete Portfoliozusammensetzung unterliegt sodann risikobezogenen Diversifikations- und Fremdkapitalvorgaben.<sup>878</sup> Adressatenspezifische Beschränkungen gelten schließlich hinsichtlich des Einsatzes von Leerverkäufen.<sup>879</sup>

Deutlich geringeren Anlagerestriktionen unterliegen hingegen Spezial-AIF, die als offene Spezial-AIF drei Erscheinungsformen annehmen können: Den Grundtypus bildet der „allgemeine offene inländische Spezial-AIF“ gem. § 282 KAGB. Sehen die Anlagebedingungen des Investmentvermögens den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang oder Leerverkäufe vor, handelt es sich gem. § 283 Abs. 1 S. 1 KAGB um einen Hedgefonds. Schließlich gelten besondere Bestimmungen gem. § 284 KAGB für „offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen“, bei denen es sich dem Grunde nach um eine Überführung des Spezialfondsregimes i.S.d. Investmentgesetzes handelt.<sup>880</sup> Sie unterliegen etwa bestimmten Anlagegrenzen im Hinblick auf zulässige Vermögensgegenstände und die kurzfristige Kreditaufnahme.<sup>881</sup> Nahezu keinen Anlagebeschränkungen unterliegen hingegen geschlossene inländische Spezial-AIF, deren einzige Vorgabe gem. § 285 KAGB die Investition in Vermögensgegenstände ist, „deren Verkehrswert ermittelt werden kann“, um eine Bewertung zu ermöglichen.<sup>882</sup>

Ungeachtet des auf ihre Richtlinienprovenienz zurückzuführenden aufsichtsrechtlichen Dualismus von OGAW und AIF kann in rechtstatsächlicher Hinsicht nicht trennscharf zwischen ersteren als „traditionellen“ und letzteren als „alternativen“ Investmentfonds unterschieden werden. Im Bereich liquider alternativer Wertpapierstrategien ist ein erheblicher Bedeutungszuwachs der OGAW-Regulierung (sog. „OGAW-Hedgefonds“)<sup>883</sup>

---

ordnung immaterieller Anlagegüter fraglich, vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Silberberger, § 261 Rn. 3. Zum anderen wird der Gestaltungspraxis eine Qualifikation von „Sachwertinvestitionen“ als Unternehmensbeteiligung i.S.d. § 261 Abs. 1 Nr. 4 KAGB bzw. als Wertpapier i.S.d. § 261 Abs. 1 Nr. 7 i.V.m. § 193 KAGB eröffnet.

<sup>878</sup> Vgl. gem. § 262 KAGB das Gebot einer quantitativen oder qualitativen Risikomischung sowie gem. § 263 KAGB die Begrenzung des Fremdkapitaleinsatz auf 60 % des AIF-Wertes mit einer korrespondierenden Belastungsgrenze.

<sup>879</sup> Vgl. die Verbote gem. Art. 89 OGAW-RL und § 205 KAGB (OGAW), § 265 KAGB (geschlossene Publikums-AIF) und § 276 KAGB (Spezial-AIF), etwas anderes gilt nur gem. § 283 KAGB für Hedgefonds; siehe näher *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 228 ff.

<sup>880</sup> RegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 192 und S. 276; *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89, 93.

<sup>881</sup> Vgl. § 284 Abs. 2 Nr. 2 KAGB (Vermögensgegenstände) und § 284 Abs. 4 S. 1 KAGB (kurzfristige Kredite).

<sup>882</sup> RegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 277.

<sup>883</sup> Vgl. zu deren Bedeutung *Hankova/Lhabitant*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*, S. 68 ff.; *Clarkson/Jaeklin/Kaczmarek*, Oliver Wyman Report 2014, S. 6 ff.; *Anson/Chambers/Black/*

zu verzeichnen, der vor allem auf weitreichende regulatorische Flexibilisierungen im Hinblick auf den Einsatz von Derivaten und Leverage zurückzuführen ist.<sup>884</sup> Den von Anlegern durch die produktrechtlichen Regulierungsvorgaben der OGAW-Richtlinie erhofften Vorteilen von OGAW-Hedgefonds gegenüber Offshore-Pendants stehen jedoch mögliche Nachteile entgegen: Zunächst sind sie gegen die mit einer OGAW-Struktur unweigerlich verbundenen impliziten Kosten aufzuwiegen, die insbesondere Strukturierungs- und Opportunitätskosten umfassen.<sup>885</sup> Zum anderen ist zu besorgen, dass Anleger aufgrund des produktrechtlichen Regulierungsmantels einer falschen Sicherheitsillusion erliegen und staatliche Regulierung als Substitut für individuelle Anlageprüfungen verstehen.

#### cc) Kapitalanlagerechtliche Organverfassung der geschlossenen InvKG

Als kapitalsammelnder Organismus einer Anlagestrategie, die auf den Erwerb unternehmerischer (Mehrheits-)Beteiligungen abzielt (Private Equity im weiteren Sinne), stellt die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft den praktisch bedeutsamsten AIF-Typus dar. Die von aufsichts-, gesellschafts- und steuerrechtlichen Vorgaben de-

---

*Kazemi*, CAIA Handbook, S. 35 ff.; *Busack/Drobetz/Tille*, 24 App. Fin. Econ. 949 ff. (2014).

<sup>884</sup> Die Strukturierung sog. OGAW-Hedgefonds (in der Marktterminologie auch: sog. komplexe OGAW, *alternative, structured* bzw. *sophisticated UCITS*, *Newcits* oder *liquid alternatives*) ermöglichten und präzisierten zunächst Produktliberalisierungen der sog. OGAW III-Produkttrichtlinie von 2002, die den Einsatz von Derivaten gestattete, eine Empfehlung der Kommission von 2004 über den Einsatz von Leverage, die an Value-at-Risk-Modelle anknüpft, sowie eine Empfehlung des CESR von 2007 zu erwerblichen Anlagegegenständen; vgl. Empfehlung der Kommission v. 27.04.2004 zum Einsatz derivativer Finanzinstrumente bei Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), 2004/383/EC, ABl. EU L 144/35 v. 30.04.2004; CESR guidelines concerning eligible assets for investments by UCITS v. März 2007, CESR/07-044b; Richtlinie 2007/16/EG der Kommission v. 19.03.2007 zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen, ABl. EU L 79/11 v. 20.03.2007; §§ 192 ff. KAGB i.V.m. den Vorgaben der DerivateV; BaFin, Fragenkatalog zu erwerblichen Vermögensgegenständen (Eligible Assets) v. 22.07.2013, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0001; überblicksartig zu den regulatorischen Rahmenbedingungen *Amenc/Sender*, EDHEC-Studie OGAW-Hedgefonds 2010, S. 32 ff.; *Busack/Drobetz/Tille*, 24 App. Fin. Econ. 949, 950 f. (2014); *Eckhold/Balzer*, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 22 Rn. 51 ff.

<sup>885</sup> Neben den expliziten Kosten (z.B. Verwaltungs- und Erfolgsgebühren) entstehen implizite (Opportunitäts-)Kosten in OGAW-Hedgefonds vor allem durch den Umstand, dass aufgrund regulatorischer Anforderungen das Spektrum verfügbarer Anlageinstrumente auf liquide Finanztitel begrenzt ist und Barbestände vorzuzulassen sind (sog. *cash drag*), ferner Leverage-, Leerverkaufs-, Wertpapierleihe- sowie Diversifikationsgrenzen die verfolgbaren Anlagestrategien einschränken und schließlich der zulässige Einsatz von durch Prime Broker konstruierten OTC-Derivaten Transaktionskosten erhöht, vgl. zu Kostenimplikationen *Amenc/Sender*, EDHEC-Studie OGAW-Hedgefonds 2010, S. 44 ff.; *Busack/Drobetz/Tille*, 24 App. Fin. Econ. 949, 957 ff. (2014) weisen für OGAW-Hedgefonds einen statistisch signifikanten Performancenachteil (*tracking error*) gegenüber Offshore-Fonds nach.

terminierten Vertragsbeziehungen innerhalb dieser Fondsstruktur bilden den Ordnungsrahmen für die Einordnung aufsichtsrechtlich erfasster Vergütungen (siehe auch das Schaubild unten sub V.).

Gesellschaftsrechtlicher Ausgangspunkt einer – zuvor aufsichtsrechtlich unregulierten – Private Equity-Fondsstruktur nach nationalem Recht ist die GmbH & Co. KG.<sup>886</sup> Darüber hinaus fanden zur registerrechtlich vereinfachten Verwaltung großer Anlegergruppen in sog. geschlossenen Fonds auch Treuhandstrukturen weite Verbreitung.<sup>887</sup> Als Spezifikum des Publikumsfondsmarktes bleiben deren Besonderheiten ebenso wie die Rechtsprechung zur sog. Publikums-KG<sup>888</sup> vorliegend jedoch außer Betracht. Innerhalb einer GmbH & Co. KG-Struktur überträgt die Komplementär-GmbH der Fonds-KG aus steuerlichen und organisatorischen Motiven ihre Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis auf Grundlage eines Verwaltungsvertrags auf eine von den Sponsoren kontrollierte Verwaltungsgesellschaft.<sup>889</sup> Diese Verwaltungsgesellschaft („Management-GmbH“) nimmt die Aufgaben der laufenden Fondsverwaltung wahr, d.h. sie bereitet Akquisitionsprozesse vor, kontrolliert Beteiligungen und initiiert Desinvestitionen.

Der Carried Interest-Anspruch beruht demgegenüber auf einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung der Bezugsberechtigten am Kapital der Fondsgesellschaft (oft ca. ein Prozent), die meist über eine Personengesellschaft („Carry-KG“) vermittelt wird.<sup>890</sup> Diese Beteiligungsgesellschaft, die von der Verwaltungsgesellschaft zu unterscheiden ist, trifft als geschäftsführende Kommanditistin die Investitionsentscheidungen für die Fondsge-

---

<sup>886</sup> Vgl. bereits *Kaserer/Achleitner/v. Einem/Schiereck*, Private Equity in Deutschland, S. 17.

<sup>887</sup> Hier beteiligt sich der Anleger nicht unmittelbar selbst als Kommanditist der Fondsgesellschaft, sondern als Treugeber vermittels eines Treuhandvertrags, den er als schuldrechtliche Unterbeteiligung mit einem an der KG unmittelbar als Kommanditist beteiligten Treuhänder schließt, *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt (Hrsg.), *Geschlossene Fonds*, S. 20 ff.; *MünchKommHGB-Grunewald*, § 161 Rn. 106, 110.

<sup>888</sup> Der börsennotierten Aktiengesellschaft ähnlich prägen eine Vielzahl anonym beteiligter Anleger sowie vorformulierte Gesellschaftsverträge das organisatorische Erscheinungsbild von Publikums-personengesellschaften. Infolgedessen ließ die Rechtsprechung Gesellschaftern einer sog. Publikums-KG besonderen Schutz zuteilwerden; vgl. *MünchKommHGB-Grunewald*, § 161 Rn. 106 ff.; *Wagner*, in: *Kapitalanlagerechts-Handbuch*, § 17 Rn. 1 ff.

<sup>889</sup> Zum einen handelt es sich bei der Verwaltungsgesellschaft nicht um die Komplementärin, sondern um eine geschäftsführende Kommanditistin, zum anderen erlaubt diese Organisationsform die Verwaltung einer Vielzahl von Investmentvermögen durch eine einzige KVG. Siehe zu Anforderungen an Auslagerungsvereinbarungen sogleich sub d) aa) und zu steuerrechtlichen Vorgaben sub 3. a).

<sup>890</sup> Die Carry-KG ermöglicht eine flexible Zuteilung und Verwaltung von Carried Interest-Anteilen unter den Carry Holdern; siehe zu vergleichbaren Gestaltungen in Managementbeteiligungsprogrammen unten sub III. 2. b) bb).

sellschaft und erhält dafür eine Gewinnbeteiligung.<sup>891</sup> Soweit die Sponsoren somit eine über ihre Kapitalbeteiligung an der Fondsgesellschaft hinausgehende Vergütung erhalten, stellt diese eine disquotale Gewinnverteilung dar.<sup>892</sup>

In Kontinuität der gesellschaftsrechtlichen Gestaltungspraxis<sup>893</sup> wurde das Fundament der GmbH & Co. KG nunmehr um das aufsichtsrechtliche Gewand der (stets) geschlossenen und (meist) extern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft ergänzt. Grund für die geschlossene Organisationsform ist das regulatorische Verbot für alle offenen inländischen Investmentvermögen, Mehrheitsbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen zu erwerben.<sup>894</sup> Für Private Equity-Strategien kommen demnach sowohl für Publikums- als auch für Spezial-AIF allein gesellschaftsrechtliche Fondstypen (§ 139 KAGB) in Betracht.<sup>895</sup> Neben der InvAG mit festem Kapital ist daher der Blick vor allem der geschlossenen<sup>896</sup> InvKG zuzuwenden.<sup>897</sup> Hier erfolgt die kautelarische Fixierung der Rechtsbeziehungen zwischen Investmentgesellschaft, KVG, Verwahrstelle und Anleger in den Gesellschaftsstatuten (Satzung oder Gesellschaftsvertrag) sowie in den Anlagebedingungen<sup>898</sup>, die gemeinsam die konstituierenden Vertragsdokumente bilden.<sup>899</sup>

---

<sup>891</sup> Vgl. *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 132 f.

<sup>892</sup> Siehe zur steuerrechtlichen Einordnung von Carried Interest sogleich sub I. 3. b).

<sup>893</sup> Vgl. RegE KAGB, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 221; Westermann/Wertenbruch-Stöber, § 54a Rn. I 3167 („besondere Unterart der KG“); Casper, ZHR 179 (2015), 44 f.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Silberberger, § 139 Rn. 5.

<sup>894</sup> Zunächst enthalten die Vorgaben über zulässige Vermögensgegenstände für Publikumsinvestmentvermögen ein entsprechendes Verbot sowohl für OGAW (§§ 192–198 KAGB) als auch für sog. gemischte Investmentvermögen (§ 219 KAGB) sowie sog. sonstige Investmentvermögen (§ 212 KAGB), kritisch dazu *Wallach*, RdF 2013, 92, 99. Für allgemeine offene inländische Spezial-AIF verlangt § 282 Abs. 3 S. 1 KAGB sicherzustellen, dass das Investmentvermögen keine Kontrolle i.S.d. § 288 KAGB erlangt (50 %-Grenze). Für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gilt die Beschränkung gem. § 284 Abs. 3 S. 2 KAGB ebenfalls mit der zusätzlichen Maßgabe, dass die Summe der Unternehmensbeteiligungen höchstens 20 % des Wertes des AIF ausmacht (§ 284 Abs. 3 S. 1 KAGB).

<sup>895</sup> Vgl. *Jesch*, RdF 2014, 180, 181.

<sup>896</sup> Nachfolgende Ausführungen beziehen sich auch ohne ausdrücklichen Hinweis stets auf die geschlossene InvKG.

<sup>897</sup> Vgl. *Zetzsche*, AG 2013, 613 ff.; *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 ff.; *Wallach*, ZGR 2014, 289 ff.

<sup>898</sup> Bei Sondervermögen sind diese mangels Rechtsträgerschaft das einzige Dokument (§ 162 Abs. 1 KAGB).

<sup>899</sup> Für Publikumsinvestmentvermögen bedürfen Anlagebedingungen der Genehmigung durch die BaFin, siehe §§ 111, 126, 143, 151 i.V.m. §§ 162, 163 KAGB, für Spezial-AIF sind sie hingegen allein „vorzulegen“, § 273 S. 2 KAGB. Satzung und Gesellschaftsvertrag von Investmentgesellschaften sind daher grundsätzlich genehmigungsfrei, vgl. *Baur/Tappen-A. München*, § 273 Rn. 3; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 615. Als Oberbegriff umfasst die sog. Fondsdokumentation darüber hinaus Ver-

In einer Vielzahl aufsichtsrechtlicher Bestimmungen treten nun erhebliche Modifikationen des gesellschaftsrechtlichen Normgefüges hervor.<sup>900</sup> Damit stellt sich die grundsätzliche Frage nach dem Verhältnis des allgemeinen Gesellschaftsrechts zu dem Sonderrecht des KAGB, die zugunsten eines Primats des letzteren zu entscheiden ist.<sup>901</sup> Exemplarisch wird dieses Spannungsverhältnis bei der Organverfassung und der Abgrenzung organschaftlicher Befugnisse in der InvKG offenkundig.<sup>902</sup> Hier ist zunächst zwischen der intern sowie der extern verwalteten InvKG zu unterscheiden.<sup>903</sup> In der Ausgangssituation einer internen (Selbst-)Verwaltung fallen Investmentvermögen (AIF) und Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) untrennbar zusammen, sodass die InvKG neben etwaigen produktbezogenen Vorgaben zugleich sämtliche Anforderungen an eine KVG selbst zu erfüllen hat.<sup>904</sup> Den praktischen Regelfall wird hingegen aus Organisations- und Kostengründen die externe (Fremd-)Verwaltung einer GmbH & Co. KG bilden.<sup>905</sup> In idealtypischer Betrachtung treten hier (mindestens) drei Gesellschaften in Erscheinung, die neben der die Vermögensgegenstände erwerbenden Kommanditgesellschaft eine haftende Komplementär-GmbH<sup>906</sup> sowie eine verwaltende externe AIF-KVG-GmbH umfassen.<sup>907</sup>

Innerhalb dieses Rechtsträgergeflechts erscheint insbesondere die rechtssicherere Zu-

---

triebsdokumente (z.B. Verkaufsprospekt oder wesentliche Anlegerinformationen).

<sup>900</sup> Vgl. eingehend *Zetzsche*, AG 2013, 613, 615 ff.

<sup>901</sup> Siehe etwa die Anwendbarkeit der Bestimmungen des AktG für die InvAG (§ 140 Abs. 1 S. 2 KAGB) bzw. des HGB für die InvKG (§ 149 Abs. 1 S. 2 KAGB) im Übrigen; vgl. *Zetzsche*, AG 2013, 613, 629 („Spezialgesellschaftsrecht der Fonds“).

<sup>902</sup> Vgl. näher *Wallach*, ZGR 2014, 289, 312 ff.; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 619 ff.; *Freitag*, NZG 2013, 329, 333 ff.; *Wiedemann*, NZG 2013, 1041, 1042 ff.; darüber hinaus bietet etwa das Zusammenspiel zwischen besonderen Haftungstatbeständen des KAGB und allgemeinen Grundsätzen der Organhaftung Raum für die Diskussion einer „fondsspezifischen Haftungsverfassung“, *Zetzsche*, AG 2013, 613, 622.

<sup>903</sup> Siehe zur Einordnung der internen bzw. externen KVG schon oben sub b) aa).

<sup>904</sup> Vgl. *Zetzsche*, AG 2013, 613, 614.

<sup>905</sup> Als Grund wird auf die Kosten eines eigenständigen KVG-Erlaubnisverfahrens für jedes neue Fondsprodukt verwiesen und der internen KVG eine geringe Rezeption prognostiziert, vgl. *Wallach*, ZGR 2014, 289, 300; *Böhme*, BB 2014, 2380; *Rüber/Reiff*, BB 2014, 1634, 1635; *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2030.

<sup>906</sup> Der Vereinfachung halber wird im Folgenden der Begriff des Komplementärs anstelle des Rechts-terminus des „persönlich haftenden Gesellschafters“ gem. § 161 Abs. 1 Alt. 2 HGB gebraucht.

<sup>907</sup> Eine geschäftsführende Kommanditisten-GmbH, die zum Zweck der steuerlichen Entprägung an der Fonds-KG beteiligt ist, bleibt hier außer Betracht, vgl. *Rüber/Reiff*, BB 2014, 1634 ff.; siehe zur Gesellschaftsstruktur Kapitel 1 sub I. 1. sowie zur ertragsteuerlichen Einordnung sogleich sub 3. a).

ordnung und Abgrenzung der Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnisse unklar.<sup>908</sup> Gemäß § 153 Abs. 1 KAGB besteht die Geschäftsführung der InvKG aus mindestens zwei (notwendig natürlichen<sup>909</sup>) Personen (S. 1) und kann im Sinne einer materiellen Durchschau auch durch eine juristische Person wahrgenommen werden, die dieses Kriterium erfüllt (S. 2).<sup>910</sup> Ihre Organmitglieder müssen – ebenso wie jene einer KVG<sup>911</sup> – notwendig zuverlässig und geeignet sein (§ 153 Abs. 2 KAGB) und sind grundsätzlich gesamtgeschäftsführungsbefugt<sup>912</sup>. Der Geschäftsführung der InvKG obliegt nun gem. § 154 Abs. 1 KAGB die Bestellung der externen KVG (S. 1), die aufsichtsrechtlich nicht als Auslagerung i.S.d. § 36 KAGB qualifiziert (S. 3). Aufgrund dieser engen wechselseitigen Beziehung der Rechtsträger ist eine teilweise oder vollständige Personenidentität zwischen der Geschäftsführung der InvKG und der externen KVG für zulässig zu erachten.<sup>913</sup>

Das Aufsichtsrecht bestimmt, dass der externen KVG gem. § 154 Abs. 1 S. 2 KAGB „insbesondere die Anlage und Verwaltung des Kommanditanlagevermögens“ obliegt. Diese Begriffe reflektieren indes nicht unmittelbar die handelsrechtliche Terminologie, die zwischen Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis unterscheidet (§§ 114, 125, 164 Abs. 2 HGB). Zwar kann die Regelung nur so verstanden werden, dass der KVG grundsätzlich die alleinige Geschäftsführungsbefugnis für die InvKG zufällt und der Komplementärin nur geringe Residualbefugnisse verbleiben.<sup>914</sup> Kontrovers diskutiert wird jedoch, ob die aufsichtsrechtliche Regelung der KVG zugleich auch eine gesetzliche Vertretungsmacht für die InvKG zuweist, oder ob diese den handelsrechtlichen Grundsätzen folgend zunächst bei der Komplementärin<sup>915</sup> verbleibt und durch Bevoll-

---

<sup>908</sup> Vgl. *Böhme*, BB 2014, 2380 ff.

<sup>909</sup> *Freitag*, NZG 2013, 329, 334; *Wallach*, ZGR 2014, 289, 312.

<sup>910</sup> Vgl. *Wallach*, ZGR 2014, 289, 312 f.

<sup>911</sup> Siehe zu den Anforderungen an Kapitalverwaltungsgesellschaften bereits oben sub b) aa).

<sup>912</sup> *Freitag*, NZG 2013, 329, 334; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 619.

<sup>913</sup> *Wallach*, ZGR 2014, 289, 313; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 622.

<sup>914</sup> Zu diesen sollen etwa die Einberufung von Gesellschafterversammlungen und die Beschlussfassung, eine etwaige Entscheidung über die Auflegung bzw. Schließung von Teilgesellschaftsvermögen, die Entscheidung über Ausgabe und Rücknahme von Anteilen sowie als einzige Rechtsgeschäfte mit Dritten der Abschluss des Verwaltungs- sowie des Verwahrstellenvertrags zählen, BaFin, Seminar zum KAGB v. 06.10.2014, Vortrag 1: Häufige Fragen zum Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), o. Gz., S. 11; vgl. *Wallach*, ZGR 2014, 289, 324 f.; *Zetzsche*, AG 2013, 613, 621; für ein weiteres Verständnis hingegen *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153, 155.

<sup>915</sup> Gemäß § 149 Abs. 1 S. 2 KAGB gelten für die geschlossene InvKG die Vorschriften des HGB, so-

mächtigung im Rahmen des Verwaltungsvertrages<sup>916</sup> rechtsgeschäftlich zu übertragen ist.<sup>917</sup> Sowohl der richtlinienkonform auszulegenden Wortlaut der „Verwaltung“ als auch die systematische Bestrebung des Gesetzgebers, eine einheitliche spezialgesetzliche Kodifikation der Rechtsbeziehungen für Investmentvermögen zu schaffen, streiten für eine Vertretungsmacht qua Gesetz, die sich als akzessorische Folge der mit Abschluss des Verwaltungsvertrages erfolgten Bestellung darstellt.<sup>918</sup> Aufgrund der gesellschaftsrechtlich geprägten Rechtsbeziehung zwischen InvKG und KVG ist letztere aber nicht als im eigenen Namen handelnde Verfügungsbefugte i.S.d. § 185 BGB einzuordnen.<sup>919</sup> Die KVG vertritt demnach die InvKG, indem sie stets eigene Erklärungen im

---

weit sich aus den §§ 149–161 KAGB nichts anderes ergibt, sodass gem. §§ 125 Abs. 1, 170 HGB die InvKG selbst, vertreten durch ihre Komplementärin, über ihre Vermögensgegenstände verfügen würde.

<sup>916</sup> Dieser ist Geschäftsbesorgungsvertrag (§ 675 BGB), Weitnauer/Boxberger/Anders-Paul, § 154 Rn. 3.

<sup>917</sup> Vgl. eingehend *Böhme*, BB 2014, 2380, 2381 ff.

<sup>918</sup> Die „Anlage und Verwaltung des Kommanditanlagevermögens“ i.S.d. § 154 Abs. 1 S. 2 KAGB ist nicht als bloße Geschäftsführungsbefugnis zu verstehen, die etwa die Überwachung der Anlageobjekte und die Berichterstattung umfasst, sondern setzt notwendig auch die aus dem Gesetz folgende Vertretungsmacht der KVG voraus, um rechtswirksam die notwendigen Rechtsgeschäfte im Namen der InvKG gegenüber Dritten vorzunehmen. Ein solches Verständnis erfordert bereits eine unionsrechtskonforme Auslegung mit Blick auf den Richtlinienwortlaut des Art. 5 Abs. 1 S. 2 lit. a) AIFM-RL, demzufolge ein externer AIFM „ein externer Verwalter, der die vom AIF oder im Namen des AIF bestellte juristische Person ist und aufgrund dieser Bestellung für die Verwaltung des AIF verantwortlich ist“. Die Ergänzung des Terminus „Verwaltung“ um den Begriff der „Anlage“ ist daher rein deklaratorischer Natur und als tradiertes Rechtsbegriff des nationalen Kapitalanlagerechts (vgl. KAG/KVG) zu verstehen. Demnach setzt die „Verwaltung“ der InvKG notwendig eine inhaltlich unbeschränkte Vertretungsmacht voraus, die auf die externe KVG mit der Übertragung der Geschäftsführungsbefugnis aufgrund der Bestellung durch die Komplementärin der InvKG akzessorisch qua Gesetz übergeht. Dafür streitet die Überlegung, dass ein hypothetisches Auseinanderfallen von Geschäftsführung und Vertretungsmacht die durch die Richtlinie geforderte „Verantwortlichkeit“ für die „Verwaltung“ ausschliesse, die das KAGB als zentraler Normadressatin allein der gegenüber den Anlegern haftenden KVG zuordnet. Wollte man eine ausdrückliche rechtsgeschäftliche Übertragung der Vertretungsmacht im Verwaltungsvertrag fordern, so läge ferner bei deren Fehlen mit der bloßen Übertragung der Geschäftsführungsbefugnis bereits keine wirksame Bestellung der KVG vor, sodass beide Elemente bei der Komplementärin der InvKG verblieben. Gegen eine gesetzliche Vertretungsmacht spricht auch nicht die ausdrückliche Regelung der Verfügungsbefugnis einer KVG für Sondervermögen des § 93 Abs. 1 KAGB („ist berechtigt, im eigenen Namen [...] zu verfügen“), da die Rechtsnatur des Sondervermögens als rechtlich unselbständiges Teilvermögen der Anleger eine explizite Anordnung erfordert. Der Umfang der somit aus § 154 Abs. 1 S. 2 KAGB folgenden Vertretungsmacht bezieht sich auf alle Geschäfte, die für die Durchführung der festgelegten Anlagestrategie der InvKG notwendig sind und ermächtigt die KVG daher auch zum Erwerb oder der Belastung von Vermögenswerten sowie der Aufnahme von Fremdkapital. So auch BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 1 f.; wohl auch *Wallach*, ZGR 2014, 289, 301 („Zuweisung der originären Verantwortlichkeit“); a.A. Weitnauer/Boxberger/Anders-Paul, § 154 Rn. 10 ff.; Baur/Tappen-Könnecke, § 154 Rn. 19 i.V.m. § 129 Rz. 41; *Böhme*, BB 2014, 2380, 2383; dem folgend *Casper*, ZHR 179 (2015), 44, 58 ff.; wohl auch *Zetzsche*, AG 2013, 613, 621; OLG München, Urt. v. 29.10.2015 – 23 U 2093/15, BB 2016, 529 ff.

<sup>919</sup> Siehe aber für Sondervermögen § 93 Abs. 1 KAGB; vgl. Baur/Tappen-München, § 93 Rn. 1 ff.

Namen und für Rechnung des Investmentvermögens abgibt.<sup>920</sup>

Von hoher praktischer Bedeutung sind ferner besondere Beteiligungsbeschränkungen. So ist es Mitgliedern der Geschäftsleitung sowie des Beirats<sup>921</sup> einer InvKG gem. § 153 Abs. 4 S. 1 KAGB grundsätzlich untersagt, Vermögensgegenstände an die InvKG zu veräußern oder von dieser zu erwerben. Von diesem gesetzlichen Verbot i.S.d. § 134 BGB<sup>922</sup> ist gem. § 153 Abs. 4 S. 2 KAGB ausdrücklich nur der Erwerb und die Veräußerung von Kommanditeilen durch die Mitglieder der Geschäftsführung ausgenommen. Es ist aber kein Grund ersichtlich, warum der Erwerb einer Kommanditbeteiligung durch nicht geschäftsführende Mitglieder des Beirats einer InvKG untersagt sein sollte. Dies ist insbesondere vor dem Regelungszweck einer Vermeidung opportunistischer Handlungen des Fondsmanagement zu betrachten. Aus agenturtheoretischer Perspektive erscheint grundsätzlich ein Erwerb von Fondsanteilen durch sämtliche in den Anlageentscheidungsprozess eingebundenen Investmentmanager geeignet, potentielle Interessensdivergenzen zwischen diesen und den Anlegern zu verringern. Im systematischen Zusammenhang ist zudem ein Gleichlauf der Regelung der geschlossenen InvKG (§ 153 Abs. 4 S. 2 KAGB) mit jener der offenen InvKG (§ 128 Abs. 3 S. 2 KAGB) festzustellen, wobei letztere aber nicht über einen Beirat verfügen muss. Es ist daher davon auszugehen, dass es sich bei dem Beteiligungsverbot für Beiratsmitglieder um ein Redaktionsversehen handelt<sup>923</sup>, zu dessen Korrektur der Gesetzgeber berufen ist. Vorerst ist daher der entsprechende Normgehalt im Wege einer teleologischen Erweiterung der

---

<sup>920</sup> Eine andere – schriftlich nicht belegte – Auffassung vertrat hingegen bislang die Aufsicht, die bei Verfügungen über „Vermögensgegenstände“ ein Handeln der KVG im Namen der InvKG, bei sonstigen Verfügungen hingegen ein Handeln im eigenen Namen der KVG annahm, um so operationelle Risiken der KVG zuzuordnen.

<sup>921</sup> Systematisch abweichend im ersten Kapitel verortet, erfordert § 153 Abs. 3 KAGB einen obligatorischen Beirat allein für die geschlossene Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft und verweist für die Ausgestaltung auf § 18 Abs. 2 S. 4 und Abs. 3 S. 2 KAGB. Gleichwohl wird auch in einer als Spezial-AIF ausgeformten InvKG zur Wahrnehmung der Gesellschafterinteressen oftmals ein die KVG unterstützender und kontrollierender (fakultativer) Gesellschafterausschuss bzw. Beirat Verwendung finden. Hat dieser hinreichende Mitentscheidungs- bzw. Kontrollbefugnisse inne, finden auf diesen Anforderungen an das Aufsichtsorgan der KVG analoge Anwendung, vgl. *Zetsche*, AG 2013, 613, 620 f.; allgemein zu den Kompetenzen eines Beirats in der GmbH *Baumbach/Hueck-Zöllner*, § 45 Rn. 18 ff.

<sup>922</sup> *Zetsche*, AG 2013, 613, 620; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Paul*, § 154 Rn. 12; *Baur/Tappen-Könnecke*, § 153 Rn. 67; vgl. überblicksartig zu zivilrechtlichen Verpflichtungs- und Verfügungsverboten des KAGB *Merkel*, in: FS *Lwowski*, S. 55 ff.

<sup>923</sup> So auch *Baur/Tappen-Könnecke*, § 153 Rn. 71, der auf die Regelung gem. § 119 Abs. 4 S. 1 KAGB und ihre Vorgängernorm § 106b InvG für die InvAG mit variablem Kapital verweist, der zufolge neben Geschäften des Vorstands auch solche des Aufsichtsrats ausgenommen sind.

Ausnahmevorschrift für Mitglieder der Geschäftsführung auf Beiratsmitglieder zu übertragen, um Wertungswidersprüche zu vermeiden.<sup>924</sup>

#### d) Auslagerungsstrukturen und grenzüberschreitende Sachverhalte

##### aa) Rahmenbedingungen für Auslagerungsstrukturen

Die effizienzsteigernden Effekte arbeitsteiliger Organisationsstrukturen wurden auch für den Kapitalanlagesektor erkannt mit der Folge, dass die Auslagerung (*outsourcing*) von Funktionen und Tätigkeiten weite Verbreitung gefunden hat.<sup>925</sup> Um die Vorteile der Aufgabenübertragung einerseits zu ermöglichen, zugleich aber eine konsistente Anwendung und Durchsetzung regulatorischer Anforderungen sicherzustellen, enthält das Kapitalanlageaufsichtsrecht umfassende Anforderungen an die Ausgestaltung von Auslagerungsstrukturen.<sup>926</sup> Deren schuldrechtliche Grundlage bildet die Auslagerungsvereinbarung zwischen der Verwaltungsgesellschaft (*outsourcer*) und dem beauftragten Auslagerungsunternehmen (*insourcer*), die neben dem Umfang der übertragenen Tätigkeiten auch Kommunikations- und Überwachungsbefugnisse definiert.<sup>927</sup> Der Umfang der Rechte und Pflichten beider Parteien bestimmt sich für alle KVG näher nach § 36 KAGB sowie für AIF-KVG gem. § 36 Abs. 10 nach den Artt. 75–82 AIFM-DV und wird durch Administrativverlautbarungen<sup>928</sup> interpretiert.

Einer sachlichen Konkretisierung bedarf zunächst der nationale Rechtsbegriff der „Auslagerung“ von Aufgaben (§ 36 KAGB), der von der unionsrechtlichen Terminologie der „Übertragung“ („*delegation*“) von Funktionen bzw. Aufgaben (Art. 20 AIFM-RL und Artt. 75 ff. AIFM-DV) abweicht. Der inhaltsgleich auszulegende Begriff ist weder im

---

<sup>924</sup> Auch Ausnahmevorschriften sind analogiefähig, vgl. *Larenz/Canaris*, Methodenlehre, S. 175 f.; *Müller/Christensen*, Juristische Methodik, S. 392 f.

<sup>925</sup> Vgl. zur Auslagerungsregulierung im Banken- und Wertpapierwesen (§ 25b KWG und § 33 Abs. 2 und Abs. 3 WpHG a.F., nun § 80 Abs. 6 WpHG n.F.) *Klebeck*, RdF 2012, 225, 226 ff.; *Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten*, § 25b KWG Rn. 18 ff.; *Assmann/Schneider-Koller*, § 33 Rn. 86 ff.

<sup>926</sup> Siehe Erwgr. 30 S. 1 AIFM-RL; vgl. *Köndgen/Schmies*, in: *Bankrechts-Handbuch*, § 113 Rn. 117 und Rn. 213; *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091 ff.; *Tollmann*, in: *Möllers/Kloyer* (Hrsg.), *Kapitalanlagegesetzbuch*, S. 373 ff.; *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2030 ff.; *Klebeck*, RdF 2012, 225, 229 ff.; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang*, § 36 Rn. 1 ff.; *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Tollmann*, Art. 20 Rn. 1 ff.; *Partsch/Mullmaier*, in: *Zetzsche* (Hrsg.), *AIFMD*, S. 217 ff.; im Hinblick auf den Einsatz von Drittvertrieben *Herring/Kunschke*, WM 2016, 298 ff.

<sup>927</sup> Für den Wertpapierfondsbereich wurden Auslagerungsvereinbarungen weitgehend standardisiert, vgl. etwa die durch den Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) erstellte und mit der BaFin abgestimmte Muster-Auslagerungsvereinbarung (nicht öffentlich abrufbar).

<sup>928</sup> Siehe BaFin, Häufige Fragen zum Thema Auslagerung gemäß § 36 KAGB, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0036 v. 10.07.2013 i.d.F. v. 12.05.2014 (nachfolgend: BaFin, AS Auslagerung).

nationalen noch im europäischen Recht definiert. Nach der Interpretation der Aufsicht liegt eine Auslagerung nun bereits dann vor, „wenn ein anderes Unternehmen mit der Wahrnehmung von Aufgaben beauftragt wird (Auslagerungsunternehmen), die ansonsten von der Gesellschaft selbst erbracht würden.“<sup>929</sup> Ausweislich des Erwgr. 82 zur AIFM-DV sollen die „strengen Anforderungen und Einschränkungen“ (S. 1) nur „für die in Anhang I der [AIFM-RL] dargelegten Verwaltungsfunktionen gelten“ (S. 5). Dies wirft praktisch bedeutende Abgrenzungsfragen auf. Der Richtlinienanhang differenziert zunächst zwischen „Anlageverwaltungsfunktionen“ („*investment management functions*“) des Portfolio- und Risikomanagements gem. Ziff. 1 und „anderen Aufgaben“ („*other functions*“) gem. Ziff. 2. Aus der differenzierenden Regelungssystematik der Auslagerungsvorschriften gem. Artt. 75 ff. AIFM-DV folgt, dass die von Erwgr. 82 benannten „Verwaltungsfunktionen“ neben den beiden „Anlageverwaltungsfunktionen“ weitere Funktionen umfassen müssen. Auch die Übertragung administrativer Tätigkeiten i.S.d. Anhang I Nr. 2 lit. a) AIFM-RL kann demnach als Auslagerung qualifizieren, sofern es sich nicht um bloße Hilfsfunktionen von untergeordneter Bedeutung handelt.<sup>930</sup>

Nicht als Übertragung von Verwaltungsfunktionen qualifiziert hingegen zunächst die Einbeziehung von Dritten in den Vertrieb von Investmentvermögen. Der Richtlinienwortlaut ordnet den Vertrieb weder den originären Tätigkeit gem. Anhang I Nr. 1 AIFM-

---

<sup>929</sup> Vgl. BaFin, Rundschreiben 01/2017 (WA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften i.d.F. v. 10.01.2017 (KAMaRisk) sub Ziff. 10 Tz. 1; entfallen ist damit das frühere Erfordernis, dass die Aufgaben „zur Durchführung der Geschäfte der Gesellschaft wesentlich sind“, siehe noch BaFin, Erläuterungen zu dem Rundschreiben 5/2010 (WA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften v. 30.06.2010 (InvMaRisk) sub Ziff. 9 Tz. 1.

<sup>930</sup> Zwar sollen nach Erwgr. 82 S. 5 AIFM-DV „unterstützende Aufgaben wie administrative oder technische Funktionen (...) nicht als Übertragung der Aufgaben des AIFM gelten“. Als hiervon nicht erfasst werden etwa die Beschaffung von Dienstleistung oder Gütern des Grundbedarfs, die Inanspruchnahme handelsüblicher Software oder die externe Lohn- und Gehaltsabrechnung genannt. Aus der Gesetzssystematik ergibt sich jedoch, dass sich diese Ausnahme nur auf Hilfsdienstleistungen von untergeordneter Bedeutung bezieht. Grundsätzlich sind administrative Tätigkeiten i.S.d. Anhang I Nr. 2 lit. a) i)–ix) AIFM-RL (z.B. Fondsbuchhaltung, Rechnungslegung, Bewertung, Anteilsausgabe etc.) nämlich als originäre Tätigkeiten einer KVG anzusehen, deren Übertragung (an sog. Administratoren) grundsätzlich als Auslagerung qualifiziert, vgl. eingehend BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 1.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang, § 36 Rn. 9 ff.; Weiser/Hüwel, BB 2013, 1091, 1094 plädieren für die Beibehaltung der Unterscheidung zwischen wesentlichen und unwesentlichen Geschäften. Einen Systematisierungsansatz entwickeln Partsch/Mullmaier, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD, S. 217 ff., die zwischen Kernaufgaben (*core functions*), kritischen Funktionen (*critical functions*) und Hilfsfunktionen (*ancillary functions*) unterscheiden; vgl. Baur/Tappen-Hanten, § 36 Rn. 26, demzufolge Hilfsfunktionen nicht als Auslagerung qualifizieren.

RL noch den administrativen Tätigkeiten gem. Anhang I Nr. 2 lit. a) AIFM-RL zu, sondern stuft ihn als weitere fakultative Tätigkeit gem. Anhang I Nr. 2 lit. b) AIFM-RL ein und lässt die Frage mithin offen. Bereits begrifflich unterscheidet sich das „Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens“ (§ 293 Abs. 1 S. 1 KAGB) von der auf die Kapitaleinwerbung nachfolgenden Verwaltung des Vermögens. Angesichts der unionsrechtlichen Vollharmonisierung folgt ein anderes Normverständnis auch nicht aus der nationalen Definition der „kollektiven Vermögensverwaltung“ (§ 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB)<sup>931</sup>, die den Vertrieb mit umfasst.<sup>932</sup> So spricht bereits § 17 Abs. 2 Nr. 1 KAGB nicht von der Bestellung einer externen KVG für die „kollektive Vermögensverwaltung“, sondern allein für die „Verwaltung des Investmentvermögens“. Bei dem Vertrieb handelt es sich demnach im Sinne der Definition der KAMaRisk nicht um Funktionen, „die ansonsten von der Gesellschaft selbst erbracht würden“.<sup>933</sup> Denn zum einen kann eine Kapitalandienung bereits auf Initiative des Anlegers erfolgen. Zum anderen handelt ein Vertriebsintermediär weisungsfrei und wird im eigenen Interesse tätig. Schließlich erschiene auch eine Anwendung der Haftung für ein Verschulden des Auslagerungsunternehmens als Erfüllungsgehilfe gem. § 36 Abs. 4 KAGB sachfremd, da zwischen Vertriebsintermediär und Anleger regelmäßig ein eigenes

---

<sup>931</sup> Nach § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB umfasst die sog. kollektive Vermögensverwaltung neben der Portfolioverwaltung und dem Risikomanagement auch administrative Tätigkeiten, den Vertrieb eigener Investmentanteile sowie Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF. Diese Definition soll nach der Gesetzesbegründung auf Anhang II der OGAW-RL beruhen, der für die Bezeichnung der Aufgaben einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft indes den Oberbegriff der „gemeinsamen Portfolioverwaltung“ („*collective portfolio management*“) verwendet und denen die Tätigkeiten der Anlageverwaltung („*investment management*“), administrative Tätigkeiten („*administration*“) und der Vertrieb („*marketing*“) zugeordnet, vgl. Begr. zum AIFM-UmsG-RegE, BT-Drs. 17/12294, S. 203.

<sup>932</sup> Die Bedeutung des Sammelbegriffs der sog. kollektiven Vermögensverwaltung erhellt sich erst vor dem Hintergrund des Erlaubnisumfangs einer zugelassenen KVG (vgl. die Verweise in § 15 Abs. 1, § 20 Abs. 2, 3, 4 und 9, § 49 Abs. 1 S. 1 und Abs. 5 S. 1 sowie § 51 Abs. 1 S. 1 KAGB). Nach § 20 Abs. 4 KAGB ist es der KVG untersagt, von der Erlaubnis umfasste (Neben-)Dienstleistungen zu erbringen, ohne auch die kollektive Vermögensverwaltung zu erbringen. Innerhalb der Auslagerungsvorschriften des § 36 KAGB findet der Begriff hingegen keine Verwendung.

<sup>933</sup> Die Verwaltungsauffassung ist diesbezüglich nicht eindeutig, vgl. noch ausdrücklich offen BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 1; ablehnend KAMaRisk i.d.F. v. 10.01.2017 sub Ziff. 10 („nicht als Auslagerung zu qualifizieren ist der Fremdbezug von Leistungen [...] z.B. der Vertrieb von Investmentanteilen“); demgegenüber im Zusammenhang mit Investmentgesellschaften (InvAG bzw. InvKG) für eine Zuordnung des Vertriebs als Aufgabe der kollektiven Vermögensverwaltung i.S.d. § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB mit der Folge, dass eine Übertragung als Auslagerung gem. § 36 KAGB zu qualifizieren wäre BaFin, Auslegungsschreiben zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft v. 03.02.2017 (Konsultation), Gz. WA 41-Wp 2100-2016/0001, S. 3; anknüpfend an ESMA-Verlautbarungen in Bezug auf die Compliance-Verantwortung des AIFM bei Auslagerungen, vgl. ESMA, AIFMD Q&A 2017, S. 35 (Question 2).

Schuldverhältnis besteht.

Ferner ist die als Auslagerung qualifizierende Übertragung von Verwaltungsfunktionen von einem „sonstigen Fremdbezug von Leistungen“<sup>934</sup> abzugrenzen. Aufgrund der umfassenden regulatorischen Auslagerungsvorgaben stellt sich die Einordnung sog. Beratungsstrukturen (sog. Advisory-Modelle)<sup>935</sup> als rechtstatsächlich überaus bedeutende Gestaltungsvariante<sup>936</sup> dar. Die Erbringung der Portfolioverwaltung als zentrale Anlageverwaltungsfunktion setzt nämlich die eigenverantwortliche Entscheidung über den Abschluss eines Anlagegeschäfts voraus. Daran fehlt es im Rahmen einer bloßen „Entgegennahme von Informationen oder Empfehlungen Dritter in Bezug auf Vermögensgegenstände, die die Gesellschaft für Anlageentscheidungen benötigt“<sup>937</sup>. Ein Dritter, der im Rahmen eines Beratungsvertrags unter Berücksichtigung der Anlagestrategie und des Risikoprofils des AIF konkrete Vermögensgegenstände identifiziert und gegenüber der KVG Empfehlungen abgibt, qualifiziert somit nicht als Auslagerungsunternehmen i.S.d. § 36 KAGB, solange der KVG das formale Letztentscheidungsrecht über Anlageentscheidungen verbleibt. Dieser sog. Anlageberater (*investment advisor*) kann demnach im Rahmen der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 Hs. 2 KWG unter dem Aufsichtsregime für Finanzanlagenvermittler gem. § 34f GewO gegenüber der KVG Anlageberatungsdienstleistungen erbringen.<sup>938</sup>

---

<sup>934</sup> Vgl. BaFin, KAMaRisk sub Ziff. 10 Tz. 1; ebenso schon BaFin, InvMaRisk sub Ziff. 9 Tz. 1.

<sup>935</sup> Erfolgt dabei der Vertrieb eines Produkts unter der Firma bzw. Bezeichnung des beratenden Unternehmens, sodass die Rolle der regulierten Verwaltungsgesellschaft gegenüber Dritten im Hintergrund verbleibt, wird eine solche Struktur auch als „Private-Label-“ bzw. „White-Label-Plattform“ und die nicht werbende Verwaltungsgesellschaft als „Service-KVG“ bezeichnet, vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang, § 36 Rn. 7; Herring/Loff, DB 2012, 2029, 2032 f.; Jesch, RdF 2014, 180, 183; Baur/Tappen-Hanten, § 36 Rn 28 f.

<sup>936</sup> So erhellt ein Abgleich des Mitgliederverzeichnisses des Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK) mit den von der BaFin veröffentlichten Unternehmensdatenbanken zugelassener bzw. registrierter KVGen i.S.d. KAGB sowie zugelassener Finanzdienstleistungsinstitute i.S.d. KWG, dass deutsche Niederlassungen internationaler Private Equity-Sponsoren keiner aufsichtlichen Zulassung nach nationalem Recht unterliegen, sondern als bloße „Beteiligungsberatungsgesellschaften“ firmieren (<http://www.bvkap.de/bvk/unsere-mitglieder>), Stand: 15.07.2016. Demgegenüber verfügt eine Vielzahl der Mitglieder des Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V. (BSI) über eine zugelassene bzw. registrierte AIF-KVG (<http://www.sachwerteverband.de/verband/mitglieder.html>), Stand: 15.07.2016. Der BSI ist seit einer Umfirmierung 2013 Nachfolgeorganisation des früheren Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF).

<sup>937</sup> BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 12. unter Verweis auf BaFin, Erläuterungen zu den InvMaRisk i.d.F. v. 30.06.2010 sub Ziff. 9; nunmehr KAMaRisk i.d.F. v. 10.01.2017 sub Ziff. 10 Tz. 1.

<sup>938</sup> Vgl. BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 16. Die allein faktische Befolgung der Anlagevorschläge des beratenden Unternehmens führt jedenfalls dann nicht zu einem Übergang der Anlageverwaltungsfunktion, wenn der Berater rechtsgeschäftlich nicht umfassend bevollmächtigt wird, Rechtsgeschäfte

Liegt im Sinne der Definition des § 36 KAGB indes eine Auslagerung von Verwaltungstätigkeiten vor, erfordert diese zunächst eine Rechtfertigung anhand abschließend definierter objektiver Gründe (§ 36 Abs. 1 Nr. 1 KAGB), zu denen etwa die Optimierung von Geschäftsfunktionen, Kosteneinsparungen oder Fachkenntnisse des Beauftragten zählen (vgl. Art. 76 Abs. 1 AIFM-DV). Die dergestalt umfassend zu dokumentierende<sup>939</sup> beabsichtigte Auslagerung ist der BaFin gem. § 36 Abs. 2 KAGB ohne näher bestimmte Frist anzuzeigen, bevor eine Auslagerungsvereinbarung in Kraft tritt. Das Auslagerungsunternehmen muss gem. Art. 77 AIFM-DV über ausreichende Ressourcen verfügen und von Personen geleitet werden, die zuverlässig sind und über ausreichende Erfahrung verfügen.<sup>940</sup> Ferner ist gem. § 36 Abs. 6 S. 1 KAGB eine Unterauslagerung möglich, sofern die KVG dieser vorher zustimmt (Nr. 1), die KVG sie der BaFin anzeigt (Nr. 2) und die gesetzlichen Anforderungen an Auslagerungsstrukturen eingehalten werden (Nr. 3). Gegenüber Dritten bleibt stets – d.h. auch im Fall der Unterauslagerung – die KVG verantwortlich, die ein Verschulden des Auslagerungsunternehmens gem. § 36 Abs. 4 KAGB wie eigenes Verschulden zu vertreten hat.<sup>941</sup> Besondere Vorgaben gelten sodann für die Auslagerung des Portfolio- oder Risikomanagements durch eine AIF-KVG, wobei zwischen Delegationsstrukturen im Inland bzw. innerhalb der EU (§ 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB) und solchen mit Bezug zu Drittstaaten (§ 36 Abs. 1 Nr. 4 KAGB) zu unterscheiden ist. Zum einen dürfen diese zentralen Funktionen bereits nicht auf Unternehmen ausgelagert werden, die wie etwa die Verwahrstelle potentiellen Inte-

---

als Vertreter der KVG im Namen und für Rechnung des Investmentvermögens durchzuführen. Eine transaktionsbezogene Bevollmächtigung Dritter durch die KVG, mit dem Inhalt, die für die Vorbereitung, Durchführung oder Abwicklung einer Transaktion notwendigen Maßnahmen für die KVG zu erbringen ist an den allgemeinen Auslagerungsgrundsätzen zu messen. Sofern sich die Beratungstätigkeit auf Finanzinstrumente i.S.d. § 1 Abs. 11 KWG bezieht, wird die Tätigkeit regelmäßig als Anlageberatung gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG einzuordnen sein und den Berater grundsätzlich als Finanzdienstleistungsinstitut qualifizieren. Etwas anderes gilt jedoch nach der Bereichsausnahme gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 Hs. 2 KWG, sofern das Unternehmen ausschließlich die Anlageberatung und Anlagevermittlung zwischen Kunden und regulierten Marktteilnehmern erbringt, sich auf Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG beschränkt und es nicht befugt ist, sich bei der Erbringung dieser Finanzdienstleistungen Eigentum oder Besitz an Geldern oder Anteilen von Kunden zu verschaffen. Da insbesondere Gesellschaftsanteile als Unternehmensbeteiligung gem. § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG qualifizieren, bedürfen Unternehmen, die Beteiligungsberatungsdienstleistungen erbringen, bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen (allein) einer gewerberechtl. Erlaubnis als Finanzanlagenvermittler gem. § 34f GewO.

<sup>939</sup> Auf erhöhte Dokumentationspflichten verweist *Wallach*, RdF 2013, 92, 96.

<sup>940</sup> Vgl. *Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang*, § 36 Rn. 16 ff.; *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091, 1095.

<sup>941</sup> Vgl. *Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang*, § 36 Rn. 43 f.

ressenkonflikten ausgesetzt sind (§ 36 Abs. 3 KAGB), zum anderen dürfen diese Funktionen nur an besonders beaufsichtigte Unternehmen übertragen werden (§ 36 Abs. 1 Nr. 3 Hs. 1 KAGB)<sup>942</sup>.

Von zentraler Bedeutung ist ferner das Erfordernis gem. § 36 Abs. 5 KAGB, demzufolge eine Auslagerung nicht in einem Umfang erfolgen darf, der eine Verwaltungsgesellschaft zu einer „Briefkastenfirma“ werden ließe. Eine nähere, wenngleich sehr abstrakte Konkretisierung des erforderlichen residualen Funktionsumfangs erfolgt durch Art. 82 Abs. 1 AIFM-DV, demzufolge ein AIFM dann zur Briefkastenfirma (*letter-box entity*) wird, wenn der AIFM nicht mehr über die für eine Überwachung des Beauftragten erforderlichen Fachkenntnisse und Ressourcen verfügt (a)), er in zentralen Angelegenheiten keine Entscheidungsgewalt mehr hat (b)), er seine Informationsrechte gegenüber dem Beauftragten vertraglich oder faktisch verliert (c)) oder er Anlageverwaltungsfunktionen in einem Umfang überträgt, der die Wahrnehmung solcher Funktionen durch den AIFM selbst „deutlich überschreitet“ (d)). Für die Bewertung eines schädlichen Übertragungsumfangs ist gem. Art. 82 Abs. 1 lit. d) i)–vii) AIFM-DV verschiedenen qualitativen Kriterien Rechnung zu tragen, zu denen etwa die Art der Vermögenswerte, das Risikoprofil und die Anlagestrategie des AIF oder die Art der verbleibenden Aufgaben zählen. In Anbetracht dieser Vorgaben erscheint es fraglich, wie eine – etwa nach Maßgabe des früheren „Master-KAG-Modells“<sup>943</sup> erfolgte – Auslagerung von Portfolioverwaltung und Risikomanagement (sog. Doppelauslagerung) einzuordnen ist. Der alleinige Verbleib administrativer Tätigkeiten bei der KVG soll unzulässig sein, da Art. 82 Abs. 1 lit. d) AIFM-DV nicht nur den Verbleib allgemeiner originärer Funktionen, sondern die Beibehaltung wesentlicher Entscheidungsbefugnisse in Bezug auf die Anlageverwaltungsfunktion erfordert.<sup>944</sup>

#### bb) Grenzüberschreitende Verwaltungssachverhalte

In engem Zusammenhang mit Auslagerungsstrukturen und internationalen Vertriebs-

---

<sup>942</sup> Siehe zur Bedeutung des Kriteriums, dass Auslagerungsunternehmen „einer Aufsicht unterliegen“, für die Anwendbarkeit von vergütungsbezogenen Regulierungsvorschriften unten sub III. 2. a) bb).

<sup>943</sup> Vgl. *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2031 f.; *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Tollmann*, Art. 82 Rn. 12.

<sup>944</sup> BaFin, AS Auslagerung sub Ziff. 11.; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Volhard/Jang*, § 36 Rn. 47; *Herring/Loff*, DB 2012, 2029, 2032.

tuationen<sup>945</sup> stehen schließlich die rechtspraktisch überaus bedeutsamen<sup>946</sup> Vorgaben für die grenzüberschreitende Verwaltung von Investmentvermögen. In konsequenter Fortführung des bereits im Banken-, Wertpapierdienstleistungs- und OGAW-Fonds-Sektor verankerten Prinzips des sog. Europäischen Passes<sup>947</sup> gestattet auch die AIFM-RL den Verwaltern alternativer Investmentfonds die grenzüberschreitende Erbringung von Verwaltungsdienstleistungen<sup>948</sup>. Eine kursorische Betrachtung dieses Aufsichtsregimes erscheint dabei insbesondere aufgrund der Möglichkeit geographischer Regulierungsarbitrage geboten, die aus divergierenden Anforderungen zwischen verschiedenen Fondsstandorten resultieren könnte.<sup>949</sup> Die Praxis der internationalen Fondsstrukturierung bezeichnet dabei die Wahl des Sitzstaates eines AIF bzw. AIFM als sog. Domizilierung und die Einbeziehung ausländischer Fondsvehikel als sog. Inbound-<sup>950</sup> bzw. Outbound-Struktur<sup>951</sup>, sofern sie im In- respektive Ausland investieren.

Den Regulierungsrahmen für die grenzüberschreitende Verwaltung von AIF in der Form des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs (*cross-border services*) oder vermit-

---

<sup>945</sup> Siehe zu Vorgaben für den Vertrieb von Investmentvermögen bereits oben sub b) cc).

<sup>946</sup> Vgl. zu gegenwärtigen Entwicklungen im Wettbewerb europäischer Fondsjurisdiktionen *Clarkson/Jaeklin/Kaczmarek*, Oliver Wyman Report 2014, S. 4 ff.

<sup>947</sup> Vgl. die entsprechenden Regelungen für die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen für CRR-Kreditinstitute oder Wertpapierhandelsunternehmen gem. § 24a KWG; zum Prinzip der Herkunftslandkontrolle im Banken- und Versicherungsaufsichtsrecht *Kohtamäki*, Bankenaufsicht, S. 54 f. und S. 61; im europäischen Kapitalmarktrecht *Binder/Broichhausen*, ZBB 2006, 85, 87; die Einführung eines Europäischen Passes für die grenzüberschreitende kollektive Portfolioverwaltung durch OGAW-Verwaltungsgesellschaften erfolgte erst durch die Umsetzung der OGAW IV-Richtlinie (§§ 12–13a InvG), vgl. *Bujotzek/Steinmüller*, DB 2011, 2305 f.

<sup>948</sup> Vgl. zur vorläufigen Beurteilung des Pass-Regimes ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes v. 30.07.2015, ESMA/2015/1235.

<sup>949</sup> Vgl. kritisch am Beispiel des Standortes Irland bereits *Calliess*, EWS 2000, 432 ff.; überblicksartig zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in weiteren EU-Mitgliedstaaten *Zetzsche*, ZBB 2014, 22 ff.; zur früheren Rechtslage *Majcen*, Hedgefonds-Domizile, passim; zur Umsetzung in Luxemburg *Elicker/Rech*, RdF 2014, 106, 108 ff.; zur Luxemburger Spezial-Kommanditgesellschaft (*société en commandite spéciale*) *Neugebauer/Fort*, IStR 2014, 247 ff.; zur Umsetzung im EWR-Vertragsstaat Liechtenstein *Zetzsche*, RIW 2013, 267 ff.; *Krismanek/Kol*, BB 2014, 153 ff.

<sup>950</sup> Vgl. *Klass/Ley*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity, S. 82 ff. zur ertragsteuerlichen Strukturierung sog. Inbound-Strukturen, die im Inland investieren; Baur/Tappen-Geurts, Vor §§ 53 bis 67 Rn. 1 und Rn. 8 ff. will für die Bezeichnung als Inbound-Struktur hingegen an den (inländischen) Sitz der Verwaltungsgesellschaft anknüpfen.

<sup>951</sup> Vgl. zur steuerlichen Einordnung sog. Outbound-Strukturen, an denen inländische Steuersubjekte beteiligt sind *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), Private Equity, S. 108 ff.; Baur/Tappen-Geurts, Vor §§ 53 bis 67 Rn. 1 und Rn. 15 ff. versteht den Begriff hingegen als Fondsstruktur, die von einer ausländischen Gesellschaft verwaltet wird.

tels einer Zweigniederlassung (*branch*)<sup>952</sup> bestimmen näher die §§ 53–67 KAGB.<sup>953</sup> Kernelement des Europäischen Passes ist die wechselseitige Anerkennung der mitgliedstaatlichen Aufsichts niveaus innerhalb des europäischen Binnenmarktes<sup>954</sup>, sodass die im Herkunftsstaat einer AIF-Verwaltungsgesellschaft erteilte Erlaubnis diese auch zur Verwaltung von AIF mit Sitz in anderen Mitgliedstaaten befähigt.<sup>955</sup> Für AIF-KVG, die über eine Zulassung gem. §§ 20, 22 KAGB verfügen, fordert § 53 Abs. 1 KAGB für die Verwaltung von EU-AIF im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs allein eine Anzeige gegenüber der BaFin.<sup>956</sup> Diese unterrichtet als zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates (*home Member State*) nach einer Rechtmäßigkeitsprüfung gem. § 53 Abs. 3 KAGB die Aufsichtsbehörde des Aufnahmemitgliedstaates (*host Member State*), sodass ein dortiges Zulassungsverfahren der AIF-KVG entfällt.<sup>957</sup> Den umgekehrten Fall der Verwaltung inländischer Spezial-AIF durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften<sup>958</sup> erfasst § 54 Abs. 1 KAGB, demzufolge die Aufsichtsbehörde des Herkunftsmitgliedstaates der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft der BaFin nähere aufsichtsrelevante Angaben übermittelt haben muss.<sup>959</sup>

---

<sup>952</sup> Zweigniederlassung einer Verwaltungsgesellschaft ist gem. § 1 Abs. 19 Nr. 38 KAGB die Gesamtheit aller in einem anderen Mitgliedstaat bestehenden Betriebsstellen, die einen rechtlich unselbständigen Teil der Verwaltungsgesellschaft bilden. Der Begriff ist dabei mit dem steuerrechtlichen Betriebsstättenbegriff gem. § 12 AO nicht umfänglich vergleichbar, Baur/Tappen-Geurts, § 53 Rn. 7.

<sup>953</sup> Vgl. für OGAW-Verwaltungsgesellschaften die vergleichbaren Regelungen gem. §§ 49–52 KAGB.

<sup>954</sup> Den Mitgliedstaaten der Europäischen Union gleichgestellt sind die EWR-Vertragsstaaten (Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum v. 02.05.1992, ABl. EG L 1/3 v. 03.01.1994, BGBl. II 1993, S. 266), auf die nachfolgend der Vereinfachung halber nicht ausdrücklich Bezug genommen wird. Diese EWR-Vertragsstaaten umfassen neben den EU-Mitgliedstaaten Island, Liechtenstein und Norwegen. Wirksamkeit entfalten Vorschriften des EU-Sekundärrechts innerhalb der EWR-Mitgliedstaaten erst aufgrund eines Beschlusses des sog. Gemeinsamen EWR-Ausschusses (vgl. Art. 92–94 EWR-Abkommen) zur Übernahme des Rechtsaktes in das Abkommen gem. Art. 102 Abs. 1 S. 1 EWR-Abkommen („so bald wie möglich nach Erlass“), vgl. Calliess/Ruffert-Schmalenbach, Art. 217 AEUV Rn. 39. Die Übernahme der AIFM-RL in das EWR-Abkommen erfolgte indes erst im Jahr 2016 (siehe § 344 Abs. 2 KAGB), vgl. Gemeinsamer EWR-Ausschuss, Beschluss Nr. 202/2016 v. 30.09.2016 zur Änderung von Anhang IX (Finanzdienstleistungen) des EWR-Abkommens, ABl. EU L 46/30 v. 23.02.2017.

<sup>955</sup> Vgl. Erwgr. 4 S. 1 sowie Erwgr. 15 S. 2 und Art. 33 AIFM-RL.

<sup>956</sup> Diese Anzeige muss gem. § 53 Abs. 1 KAGB den Mitgliedstaat, in dem die Verwaltung beabsichtigt ist (Nr. 1) sowie einen Geschäftsplan, der die zu verwaltenden EU-AIF benennt (Nr. 2) enthalten. Ist anstelle der Verwaltung im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs die Errichtung einer Zweigniederlassung beabsichtigt, erfordert § 53 Abs. 2 KAGB darüber hinaus nähere Angaben zu deren Organisation und Geschäftsführung; vgl. Baur/Tappen-Geurts, § 53 Rn. 11 ff.

<sup>957</sup> Vgl. Art. 33 Abs. 4 AIFM-RL.

<sup>958</sup> Siehe zur Systematisierung von Verwaltungsgesellschaften bereits oben sub b) aa).

<sup>959</sup> Die weiteren regulatorischen Anforderungen hängen sodann von der gewählten Organisationsform der grenzüberschreitenden Verwaltung ab, sodass an inländische Zweigniederlassungen von EU-

Strengere Vorgaben bestehen demgegenüber für Verwaltungssachverhalte mit Bezug zu Drittstaaten (in unionsrechtlicher Terminologie: Drittländer)<sup>960</sup>. In alternativen Kapitalanlagestrukturen weist die Beteiligung außereuropäischer Rechtsordnungen – insbesondere sog. „Offshore-Jurisdiktionen“<sup>961</sup> – nicht zuletzt vor dem Hintergrund des bevorstehenden Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU (sog. Brexit)<sup>962</sup> eine große Praxisbedeutung auf. Innerhalb der Drittstaaten-Regulierung (*third country provisions*) der AIFM-RL<sup>963</sup> sind drei verschiedene Sachverhalte zu unterscheiden: Zunächst kommt eine Verwaltung von AIF mit Sitz in Drittstaaten (Nicht-EU-AIF) durch inländische bzw. EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften (EU-AIFM) in Betracht. Sodann können Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in Drittstaaten (Nicht-EU-AIFM) eine Verwaltung von EU-AIF beabsichtigen. Schließlich ist die Situation des durch einen Nicht-EU-AIFM verwalteten Nicht-EU-AIF zu betrachten, an dem sich Anleger mit Sitz in der EU beteiligen.

Beabsichtigt eine zugelassene AIF-KVG Nicht-EU-AIF zu verwalten, die nicht in der EU bzw. dem EWR vertrieben werden, unterliegt sie gem. § 55 Abs. 1 Nr. 1 KAGB zwar grundsätzlich den Anforderungen der AIFM-RL, ist indes von Berichts- und Verwahrstellenpflichten für den AIF ausgenommen.<sup>964</sup> Darüber hinaus müssen gem. § 55 Abs. 1 Nr. 2 KAGB i.V.m. Artt. 113 ff. AIFM-DV „Vereinbarungen über Zusammenarbeit“ zwischen der BaFin und der Aufsichtsbehörde des Sitzstaates des AIF bestehen,

---

AIF-Verwaltungsgesellschaften gem. § 54 Abs. 4 S. 1 KAGB umfangreichere Anforderungen als an eine Erbringung im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs gem. § 54 Abs. 4 S. 2 KAGB gestellt werden.

<sup>960</sup> Drittstaaten sind gem. § 1 Abs. 19 Nr. 5 KAGB alle Staaten, die nicht Mitgliedstaat der EU oder anderer Vertragsstaat des EWR-Abkommens sind. Unionsrechtsakte verwenden allein den Begriff des Drittlands (vgl. etwa Art. 4 Abs. 1 g) lit. v), lit. al) und lit. am) AIFM-RL, Art. 78 Abs. 2 lit. e) AIFM-DV).

<sup>961</sup> Gemeinhin werden hierunter Finanzplätze verstanden, die sich durch ein geringes Regulierungs- und Steuerniveau auszeichnen; vgl. *Jaecklin/Gamper/Shah*, Oliver Wyman Report 2011, S. 1, die sog. „Offshore-Standorten“ (z.B. Kaimaninseln, Jersey) eindeutige sog. „Onshore-Standorte“ (z.B. Deutschland, Frankreich) gegenüberstellen, als weitere gering regulierte Fondsstandorte jedoch sog. „Internationale Onshore-Standorte“ (z.B. Irland, Luxemburg, Delaware) identifizieren; *Klebeck/Boxberger*, GWR 2014, 75 rechnen den Offshore-Standorten auch die USA zu.

<sup>962</sup> Vgl. zu den Auswirkungen des Brexit auf den Europäischen Pass für CRR-Kreditinstitute und Wertpapierhandelsunternehmen *Nemeczek/Pitz*, WM 2017, 120 ff.

<sup>963</sup> Artt. 34–37 AIFM-RL; vgl. *Zetzsche/Litwin*, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD, S. 367 ff.; *Klebeck/Meyer*, RdF 2012, 95 ff.; *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441, 1447 ff.; *Wallach*, RdF 2011, 80, 86 ff.

<sup>964</sup> Siehe Erwgr. 61 und Art. 34 AIFM-RL; vgl. näher *Klebeck/Boxberger*, GWR 2014, 75 ff.

die einen effizienten Informationsaustausch gewährleisten.<sup>965</sup>

Zentrale Bedeutung wird schließlich der Einführung eines Zulassungsverfahrens für Nicht-EU-AIFM beigemessen, mit dem der europäische Gesetzgeber „regulatorisches Neuland“<sup>966</sup> betritt. Die in Abhängigkeit von technischen Regulierungsstandards (RTS) der Kommission in Kraft tretenden Vorschriften<sup>967</sup> knüpfen in Ermangelung territorialer Anknüpfungspunkte<sup>968</sup> dabei an das Konzept eines sog. Referenzmitgliedstaates (*Member State of Reference*, MSR)<sup>969</sup> an. In diesem nach objektiven Kriterien<sup>969</sup> zu bestimmen Aufsichtmitgliedstaat bedarf der Nicht-EU-AIFM einer Erlaubnis, nach deren Maßgabe ihm sodann unionsweit die Verwaltung von EU-AIF sowie der Vertrieb von

---

<sup>965</sup> Entsprechende Kooperationsvereinbarungen zwischen der BaFin und einer Vielzahl ausländischer Nicht-EU-Aufsichtsbehörden regeln dabei nicht nur interadministrative Informationsrechte und -pflichten, sondern begründen auch lokale Ermittlungsbefugnisse europäischer Aufsichtsbehörden. Siehe BaFin, Merkblatt zu Vereinbarungen über die Zusammenarbeit zwischen der Bundesanstalt und zuständigen Stellen eines Drittstaats im Rahmen der AIFM Richtlinie 2011/61/EU v. 22.07.2013 i.d.F. v. 10.02.2014; vgl. zu den auf internationaler Ebene koordinierten Standards Klebeck, RdF 2012, 225, 231; Baur/Tappen-Geurts, Vor §§ 53 bis 67 Rn. 21 ff.

<sup>966</sup> Klebeck, RdF 2012, 95, 97.

<sup>967</sup> Gemäß § 344 Abs. 1 KAGB sind die §§ 56 bis 66 KAGB erst ab dem Zeitpunkt anzuwenden, auf den in § 295 Abs. 2 Nr. 1 KAGB verwiesen wird, der wiederum auf einen delegierten Rechtsakt der Kommission auf Grundlage der Artt. 66 Abs. 3 i.V.m. 67 Abs. 6 AIFM-RL verweist. Gemäß Art. 67 Abs. 1 lit. b) AIFM-RL ist die ESMA bis zum 22.07.2015 zur Vorlage einer Empfehlung zur Anwendung des Passes zur Verwaltung bzw. zum Vertrieb von AIF durch Nicht-EU-AIFM in den Mitgliedstaaten verpflichtet. Im Fall einer positiven Empfehlung erlässt die Kommission gem. Art. 67 Abs. 6 UAbs. 1 AIFM-RL binnen drei Monaten einen delegierten Rechtsakt. Nähere Bestimmungen enthält die Delegierte Verordnung (EU) 2015/514 der Kommission v. 18.12.2014 über die nach Artikel 67 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates von den zuständigen Behörden an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen, ABl. EU L 82/5 v. 27.03.2015; vgl. eingehend zur Vergleichbarkeit der Regulierungsanforderungen der Staaten Schweiz, USA, Jersey, Guernsey, Singapur und Hongkong ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs v. 30.07.2015, ESMA/2015/1236; siehe auch Zetzsche/Litwin, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD, S. 407 für einen Überblick über den Zeitrahmen der Umsetzungsmaßnahmen der AIFM-RL.

<sup>968</sup> Vgl. schon Lehmann, ZIP 2007, 1889 ff. zur Hedgefondsregulierung als internationales Zuständigkeitsproblem.

<sup>969</sup> Das Verfahren zur Bestimmung des MSR eines Drittstaaten-AIFM regelt Art. 37 Abs. 4 AIFM-RL, auf den das deutsche Recht statisch verweist (vgl. § 1 Abs. 19 Nr. 20 lit. b) KAGB, § 56 Abs. 1 KAGB). Nach den umfangreichen Kriterien gem. Art. 37 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a)–h) AIFM-RL bestimmt den Referenzmitgliedstaat – stark vereinfacht – entweder der Sitz eines verwalteten EU-AIF oder im Fall von Nicht-EU-AIF die geographische Vertriebsabsicht. Qualifizieren mehrere Mitgliedstaaten als MSR verpflichtet Art. 37 Abs. 4 UAbs. 2 AIFM-RL deren Aufsichtsbehörden zu einer Einigung über die Aufsichtszuständigkeit binnen Monatsfrist (vgl. § 56 Abs. 2 KAGB). Nähere Vorgaben enthält die Durchführungsverordnung (EU) Nr. 448/2013 der Kommission v. 15.05.2013 zur Festlegung eines Verfahrens für die Bestimmung des Referenzmitgliedstaats eines Nicht-EU-AIFM gemäß der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU L 132/3 v. 16.05.2013.

Nicht-EU-AIF gestattet ist.<sup>970</sup> Mit Inkrafttreten dieses „Drittstaaten-EU-Passes“ unterliegen somit auch ausländische Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in Drittstaaten den Anforderungen der AIFM-RL sowie den Umsetzungsmaßnahmen des jeweiligen Referenzmitgliedstaates an inländische AIFM<sup>971</sup>, sodass den Richtlinienvorgaben jedenfalls eine faktisch globale extraterritoriale Wirkung zuzusprechen ist.

Besondere Vorgaben bestehen schließlich auch für Auslagerungsstrukturen mit Drittstaatenbezug. Beabsichtigt eine inländische AIF-KVG die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagements an ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat auszulagern, ist neben der Beachtung der allgemeinen Anforderungen an Auslagerungen gem. § 36 Abs. 1 Nr. 4 KAGB zunächst erforderlich, dass die Zusammenarbeit zwischen der nationalen Aufsicht und der zuständigen Aufsichtsbehörde des Drittstaates sichergestellt ist. Das allgemeine Erfordernis einer Beaufsichtigung sowie Zulassung oder Registrierung des Auslagerungsunternehmens gem. § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB konkretisiert näher Art. 78 Abs. 2 lit. e) AIFM-DV, demzufolge jede im Drittstaat für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassene oder registrierte „Stelle“, die „von einer zuständigen Behörde wirksam beaufsichtigt“ wird als taugliches Auslagerungsunternehmen einzuordnen ist.<sup>972</sup> Ergänzend tritt indes das Erfordernis umfangreicher Informations- und Kontrollbefugnisse der Behörden des Herkunftsmitgliedstaates gem. Art. 78 Abs. 3 lit. b) AIFM-DV hinzu.<sup>973</sup>

#### e) Einordnung und Bewertung

In Folge der Umsetzung der AIFM-RL ist ein aufsichtsrechtlich weitgehend vollharmonisierter Rechtsrahmen für die Verwaltung alternativer Investmentfonds entstanden, dessen Anforderungen mit jenen der OGAW-RL zunehmende Kongruenz aufweisen.

---

<sup>970</sup> Gibt ein Nicht-EU-AIFM Deutschland als Referenzmitgliedstaat an, hat er gem. § 58 Abs. 1 KAGB einen Erlaubnis Antrag zu stellen, dessen Verfahren sich gem. § 58 Abs. 9 S. 1 KAGB grundsätzlich nach den Vorgaben für AIF-KVG richtet. Zusätzliche Voraussetzung der Erlaubniserteilung ist gem. § 58 Abs. 7 Nr. 2 und Nr. 3 KAGB die Ernennung einer natürlichen Person mit Sitz im Inland als gesetzlicher Vertreter des AIFM (vgl. § 1 Abs. 19 Nr. 16 KAGB), die für Aufsichtsbelange als Kontaktperson agiert und Compliance-Funktionen wahrnimmt.

<sup>971</sup> So haben ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften gem. § 58 Abs. 11 KAGB die für AIF-KVG, die Spezial-AIF verwalten, geltenden Vorschriften entsprechend einzuhalten.

<sup>972</sup> Siehe zur Einordnung des erforderlichen Regulierungsniveaus im Drittstaat unten sub III. 2. a) bb).

<sup>973</sup> So muss die Vereinbarung der beteiligten Aufsichtsbehörden gem. Art. 78 Abs. 3 lit. b) AIFM-DV etwa der Herkunftsaufsicht ermöglichen, Zugang zu im Drittland vorhandenen aufsichtsrelevanten Unterlagen zu erhalten (lit. ii)) sowie in den Geschäftsräumen des Auslagerungsunternehmens Ermittlungen vor Ort durchzuführen (lit. iii)).

Die dogmatisch beachtliche Leistung des deutschen Gesetzgebers, dessen kodifikatorische Zusammenführung beider Richtlinienwerke im KAGB einen hohen Systematisierungsgrad aufweist, sollte auf die Fortentwicklung der europäischen Richtlinientexte eine Leitbildfunktion ausüben. Grundsätzliche Zustimmung verdient dabei das nach dem Professionalisierungsgrad des Anlegers differenzierende Schutzkonzept. Der vielschichtige – europäische und nationale sowie legislative und administrative – Normenbestand erweist sich in der Rechtsanwendung jedoch als Quelle von Komplexität und Inkonsistenzen. Dies gilt insbesondere für die Rechtsparameter, die den Regulierungsadressaten bestimmen und damit erst den Anwendungsbereich vergütungsbezogener Regulierungsanforderungen eröffnen.

Zum einen betrifft dies vielfältige Abgrenzungsprobleme, die mit den materiellen Kriterien des unionsrechtlich determinierten Begriffs des Investmentvermögens einhergehen. Insbesondere die Differenzierung ausgenommener Holdinggesellschaften und operativer Unternehmen von regulatorisch erfassten Investmentvermögen erscheint wenig trennscharf. Die im Kern verfolgte sektorale Unterscheidung zwischen unreguliertem allgemeinem Wirtschaftssektor und reguliertem Finanz- bzw. Kapitalanlagesektor kann schon aufgrund der Vielgestaltigkeit der Anlagestrategien alternativer Investmentfonds schwer tätigkeitsbezogene Anknüpfungspunkte in Bezug nehmen. Damit legt die vordergründig subsumtionsorientierte Konkretisierung des Anwendungsbereichs des KAGB zugleich die tieferliegende Frage nach der ökonomischen Rechtfertigung einer besonderen Regulierung kollektiver Kapitalanlagestrukturen frei und lässt damit verbundene Konsistenzdefizite deutlich hervortreten.

Zum anderen rühren bedeutende Normanwendungsprobleme aus der arbeitsteiligen Organisation und internationalen Dimension von Finanzdienstleistungen. Die aufsichtsrechtliche Einordnung von Auslagerungs- und Beratungsstrukturen hat dabei einen regulatorischen Spagat zwischen verhältnismäßigen Anforderungen an ökonomisch vorteilhafte Prozessoptimierungen und der Verhinderung von Umgehungsstrukturen zu bewältigen. Das als integraler Bestandteil des europäischen Finanzmarktrechts auch in der AIFM-RL etablierte Herkunftslandprinzip (EU-Pass) erscheint geeignet, den europäischen Binnenmarkt für die Verwalter alternativer Investmentfonds weiter zu integrieren. Eine in der transnationalen aufsichtlichen Praxis bedeutende Neuerung verspricht perspektivisch die Einführung einer international standardisierten Rechtsträgerkennung,

die eine präzise Zuordnung der Rechtsbeziehungen zwischen Verwaltungsgesellschaften, Investmentvermögen und Intermediären ermöglichen kann.<sup>974</sup> Erhebliche Bedenken sind jedoch gegenüber regulatorischen Bemühungen angezeigt, den europäischen Maßstäben zu extraterritorialer Geltung zu verhelfen, indem ihre Anwendung zur Bedingung eines Marktzutritts im Vertriebsweg erklärt wird.

### 3. Kapitalanlagerecht im weiteren Sinne

#### a) Investmentsteuerrecht

Auch steuerrechtliche Normen prägen maßgeblich die gesellschaftsrechtliche Organisationsstruktur alternativer Kapitalanlagevehikel und die Ausgestaltung von Vergütungsvereinbarungen. Die Überführung des Kapitalanlageaufsichtsrechts aus dem InvG in das KAGB bedingte eine Anpassung der investmentsteuerrechtlichen Vorschriften des Investmentsteuergesetzes (InvStG), die zunächst durch das erst zum 24.12.2013 in Kraft getretene AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz (AIFM-StAnpG)<sup>975</sup> vollzogen wurde. In geringem zeitlichen Abstand erfolgte bereits eine umfassende Neukonzeption des Investmentsteuerrechts, dessen Änderungen zum 01.01.2018 in Gestalt eines grundlegend überarbeiteten Investmentsteuergesetzes (InvStG n.F.) in Kraft traten.<sup>976</sup> Indem es eigene Definitionen und Tatbestände schafft, erfährt die Einordnung kollektiver Kapitalanlagemodelle eine erhebliche Komplexitätssteigerung. Darüber hinaus sind in Kapitalanlagestrukturen aus investmentsteuerlicher Perspektive steuerliche Spezialregime<sup>977</sup> sowie der besondere Status steuerbefreiter Anleger<sup>978</sup> zu beachten.

---

<sup>974</sup> In der Entwicklung befindet sich derzeit eine global harmonisierte Rechtsträgerkennung (*Legal Entity Identifier*, LEI), die dem regulatorischen Derivatemeldewesen entstammt und auf Koordinierungsmaßnahmen des FSB gründet. Die Vergabe von LEI-Einträgen im Rahmen des *Legal Entity Identifier Systems* erfolgt durch lokale Vergabestellen und wird international auf operativer Ebene durch eine Stiftung (*Global LEI Foundation*) koordiniert sowie durch ein Überwachungsgremium (*LEI Regulatory Oversight Committee*) beaufsichtigt. Vgl. *Pankoke*, BaFin-Journal 8/2014, S. 33 ff.

<sup>975</sup> Gesetz zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes und anderer Gesetze an das AIFM-Umsetzungsgesetz v. 18.12.2013, BGBl. I, S. 4318; vgl. *Elser/Stadler*, DStR 2014, 233, 234 f.

<sup>976</sup> Gesetz zur Reform der Investmentbesteuerung (Investmentsteuerreformgesetz) vom 19.07.2016, BGBl. I, S. 1730; vgl. näher *Jansen/Greger*, BB 2018, 407 ff.; *Burwitz*, NZG 2017, 851 ff.

<sup>977</sup> Siehe zum UBGG sowie WKBG bereits oben sub 2. a). Besonderheiten weisen als Anlageform ferner die 2007 eingeführten REIT-Aktiengesellschaften auf, die unter den Voraussetzungen der Diversifikation (§ 11 REITG) und der jährlichen Ausschüttung von mindestens 90 % der Erträge (§ 13 REITG) weitgehend von Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit sind (§ 16 Abs. 1 REITG).

<sup>978</sup> Vgl. *Tipke/Lang-Hey*, § 11 Rn. 33. Oft unterliegen diese gem. § 5 KStG von der Körperschaftsteuer subjektiv steuerbefreiten Anleger zugleich dem Versicherungsaufsichtsrecht, dazu sogleich sub c).

Der Anwendungsbereich des novellierten Investmentsteuergesetzes knüpft zunächst ausdrücklich an die aufsichtsrechtliche Definition des Investmentvermögens<sup>979</sup> an, unterwirft diese jedoch sodann einem eigenständigen Regelungsregime<sup>980</sup>. Das Investmentsteuerrecht differenziert grundlegend zwischen sog. Investmentfonds (§§ 6–24 InvStG n.F.) und sog. Spezial-Investmentfonds (§§ 25–52 InvStG n.F.). In Abkehr von dem früheren Leitmotiv des Transparenzprinzips<sup>981</sup> qualifizieren nunmehr sowohl Investmentfonds als auch Spezial-Investmentfonds<sup>982</sup> grundsätzlich als Körperschaftsteuersubjekte<sup>983</sup>, die von der Gewerbesteuer befreit<sup>984</sup> sind. Diesem System unterliegen zunächst alle Kapitalanlagevehikel unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung, insbesondere also Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften<sup>985</sup>, nicht jedoch Personengesellschaften<sup>986</sup>. Aufgrund der umfangreichen spezialgesetzlichen Anlagerestriktionen werden im nationalen Kontext insbesondere für illiquide AIF-Strategien<sup>987</sup> weiterhin steuerlich transparente KG-Strukturen<sup>988</sup> Verwendung finden. Letzere unterliegen dem allgemeinen Ertragsteuerrecht, sodass die InvKG aus steuerrechtlicher Per-

---

<sup>979</sup> Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuerrechts sind gem. § 1 Abs. 2 S. 1 InvStG n.F. grds. Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB.

<sup>980</sup> Vgl. § 1 Abs. 2 S. 1 InvStG n.F. und § 1 Abs. 3 InvStG n.F.

<sup>981</sup> Vgl. noch BT-Drs. 15/1553, S. 120.

<sup>982</sup> Als Spezial-Investmentfonds qualifizieren gem. § 26 InvStG n.F. nur solche Investmentvermögen, die weitere umfangreiche gesetzliche Anlagebestimmungen erfüllen.

<sup>983</sup> Vgl. § 6 InvStG n.F. und § 29 Abs. 1 InvStG n.F.; dabei steht Spezial-Investmentfonds nunmehr bei Ausübung der sog. Transparenzoption gem. § 30 Abs. 1 InvStG n.F. die Möglichkeit einer (semi)transparenten Besteuerung offen; vgl. *Burwitz*, NZG 2017, 851, 853.

<sup>984</sup> Vgl. § 15 InvStG n.F. und § 45 InvStG n.F.

<sup>985</sup> Vgl. ausdrücklich für Spezial-Investmentfonds § 27 InvStG n.F.

<sup>986</sup> Keine Investmentfonds im Sinne des Gesetzes sind gem. § 1 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 InvStG n.F. Investmentvermögen in der Rechtsform einer Personengesellschaft oder einer vergleichbaren ausländischen Rechtsform, es sei denn, es handelt sich um OGAW gem. § 1 Abs. 2 KAGB. Die Einordnung einer „vergleichbaren ausländischen Rechtsform“ bietet dabei gewisse Herausforderungen. Entscheidend ist hierfür nicht die aufsichtsrechtliche, sondern vielmehr die gesellschafts- und steuerrechtliche Vergleichbarkeit der Rechtstypen. So bereits zum InvStG a.F. *Gottschling/Schatz*, ISR 2014, 30, 32; *Elser/Stadler*, DStR 2014, 233, 235. Einen exemplarischen Anwendungsfall bietet etwa die US-Hybridgesellschaftsform der LLC; allgemein zu deren steuerrechtlichen Einordnung vgl. BMF, Schreiben v. 19.03.2004, IV B 4 - S 1301 USA - 22/04.

<sup>987</sup> Insbesondere Buyout-Fonds werden den Vorgaben für Spezial-Investmentfonds gem. § 26 InvStG n.F. aufgrund der fehlenden Anteilsrückgabe (Nr. 2) sowie der Beschränkung von Beteiligungen an nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften (Nr. 5) nicht genügen können.

<sup>988</sup> Für die einkommensteuerliche Einkünfteermittlung werden gem. § 39 Abs. 2 Nr. 2 AO die Wirtschaftsgüter einer Personengesellschaft als Gesamthandsgemeinschaft den Beteiligten anteilig zugerechnet; siehe zur aufsichtsrechtlichen Einordnung der GmbH & Co. KG als InvKG (§§ 149 ff. KAGB) bereits oben sub 2. c) cc).

spektive als Personengesellschaft<sup>989</sup> zu behandeln ist, bei denen die Einkünfte der Gesellschafter nach den allgemeinen Vorschriften<sup>990</sup> besteuert werden.

In diesem Fall wird zur Gewährleistung steuerlicher Transparenz und der Vermeidung gewerblicher Einkünfte der Anleger eine Gewerbesteuerpflicht der Fondsgesellschaft<sup>991</sup> meist strukturell unterbunden. Dazu wird in GmbH & Co. KG-Strukturen aufgrund der mit der Haftungsbeschränkung der Komplementärin verbundenen gewerblichen Prägung (§ 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG) eine sog. Entprägung gewährleistet, indem die Geschäftsführung abweichend von § 164 S. 1 HGB auf einen Kommanditisten übertragen wird.<sup>992</sup> Darüber hinaus ist im Rahmen der Verwaltungstätigkeit sicherzustellen, dass die Gesellschaft im Einklang mit Kriterien der Finanzverwaltung<sup>993</sup> Einkünfte aus privater Vermögensverwaltung und nicht aus Gewerbebetrieb erzielt.<sup>994</sup> Einen kritischen Punkt berührt schließlich die gesetzlich nur eingeschränkt gewährleistete Umsatzsteuerfreiheit von Verwaltungsdienstleistungen.<sup>995</sup> Unmittelbar aus der zur gewerblichen Ent-

---

<sup>989</sup> Ohne nunmehr begrifflich als sog. Personen-Investitionsgesellschaft bezeichnet zu werden, vgl. noch § 18 S. 1 InvStG a.F. i.d.F. des AIFM-StAnpG.

<sup>990</sup> Nach gesonderter und einheitlicher Feststellung der Einkünfte gem. § 180 Abs. 1 Nr. 2 AO; zur Besteuerung von Mitunternehmenschaften vgl. Tipke/Lang-*Hennrichs*, § 10 Rn. 1 ff.

<sup>991</sup> Gewerbesteuerobjekt ist jeder im Inland betriebene, stehende Gewerbebetrieb (§ 2 Abs. 1 S. 1 GewStG), d.h. Voraussetzung ist eine gewerbliche Tätigkeit oder eine gewerbliche Prägung, vgl. Tipke/Lang-*Montag*, § 12 Rn. 1 ff.

<sup>992</sup> EStR 2912 15.8 VI; Schmidt-*Wacker*, § 15 Rn. 214. Bei der geschäftsführenden Kommanditistin kann es sich ebenfalls um eine Kapitalgesellschaft handeln, deren Funktion daher i.d.R. eine zentrale Management-GmbH übernimmt, vgl. *Striegel/Herkenroth*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 449 ff.; *Rüber/Reiff*, BB 2014, 1634 ff.

<sup>993</sup> BMF, Schreiben v. 16.12.2003 – IV A 6 – S 2240 – 153/03 (Einkommensteuerliche Behandlung von Venture Capital und Private Equity Fonds; Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb), BStBl. 2004 I, S. 40, berichtigt BStBl. 2006 I, S. 632. Vgl. *Striegel/Herkenroth*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 452 ff. Die zentralen Kriterien des Schreibens orientieren sich an der Rechtsprechung des BFH zum gewerblichen Wertpapierhandel. Diese Auslegung zog der BFH indes mit Verweis auf die bei Beteiligungserwerb bestehende Veräußerungsabsicht von PE-Fonds, die deren Gewerblichkeit begründe, in einem *obiter dictum* ohne Entscheidung in der Sache in Frage, BFH, Urt. v. 24.08.2011 – I R 46/10, hierzu *Süß/Mayer*, DStR 2011, 2276 ff.; OFD Frankfurt a. M., Verfügung v. 01.12.2006 – S 2241 A - 67 - St 210; OFD München, Verfügung v. 22.12.2003 – S 2241 – 55 St 41/42.

<sup>994</sup> Eine private Vermögensverwaltung (vgl. § 14 S. 3 AO) liegt vor, wenn sich die Betätigung noch als Nutzung von Vermögen im Sinne einer Fruchtziehung aus zu erhaltenden Substanzwerten darstellt und die Ausnutzung substanzieller Vermögenswerte durch Umschichtung nicht entscheidend in den Vordergrund tritt. Dagegen liegt ein Gewerbebetrieb vor, wenn eine selbständige nachhaltige Betätigung mit Gewinnerzielungsabsicht unternommen wird, die sich als Beteiligung am allgemeinen wirtschaftlichen Verkehr darstellt und über den Rahmen einer Vermögensverwaltung hinausgeht, vgl. grundlegend BFH, Urt. v. 04.03.1980 – VIII R 150/76, BStBl. II, S. 389; BFH, Urt. v. 29.10.1998 – XI R 63/97, BStBl. 1999 II, S. 448; BFH, Beschl. v. 25.06.1984 – GrS 4/82, BStBl. II, S. 751, 762.

<sup>995</sup> Ausgenommen von der Umsatzsteuerpflicht (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 UStG) sind bislang gem. § 4 Nr. 8 lit. h) UStG nur die Verwaltung von OGAW i.S.d. § 1 Abs. 2 KAGB, die Verwaltung von mit diesen

prägung erforderlichen Verwaltungsdelegation resultiert daher die Frage, ob Geschäfts- führungs- und Vertretungsleistungen eines Gesellschafters einen umsatzsteuerpflichti- gen Leistungsaustausch begründen.<sup>996</sup>

#### b) Besteuerung von Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen

Dogmatische und rechtspraktische Herausforderungen bereitet die ertragsteuerliche Einordnung von Carried Interest-Vergütungen als „erhöhter Gewinnanteil“<sup>997</sup>. Handelt es sich bei der Fondsgesellschaft nun wie im Regelfall um eine Personengesellschaft (GmbH & Co. KG), liegt ihnen als anspruchsbegründende Rechtsbeziehung die Kom- manditbeteiligung der Sponsoren an der Fondsgesellschaft zugrunde, die eine disquotale (auch: kapitaldisproportionale bzw. inkongruente) Gewinnverteilungsabrede<sup>998</sup> gesell- schaftsvertraglich flankiert. Aufgrund der steuerlichen Transparenz der Fonds-KG er- folgt eine Gewinnbesteuerung allein auf Ebene der Gesellschafter.

Hier war lange umstritten, ob es sich bei den Einkünften der Carry Holder – die sich bei PE-/VC-Fonds maßgeblich aus Veräußerungsgewinnen sowie geringeren Dividenden- und Zinseinkünften speisen – um Einkünfte aus Kapitalvermögen<sup>999</sup> oder aber, wie von

---

vergleichbaren AIF i.S.d. § 1 Abs. 3 KAGB und die Verwaltung von Versorgungseinrichtungen i.S.d. VAG; konkretisiert durch den Umsatzsteuer-Anwendungserlass (UStAE) v. 01.10.2010, BStBl. I, S. 846, Stand zum 31.12.2017, Rz. 4.8.13. Im Kontext der InvKG konkretisiert die umsatzsteuerliche Einordnung von Leistungen zwischen Gesellschaft und Gesellschafter näher BMF, Schreiben v. 31.05.2007 – IV A 5 – S 7100/07/0031, BStBl. I 2007, S. 503; hierzu *Küffner/Zugmaier*, DStR 2007, 1241 ff. Vgl. zur unionsrechtlichen Dimension *Sedlmaier*, UR 2014, 213 ff.; die Maßgeblich- keit aufsichtsrechtlicher Regulierung wie der AIFM-RL für die Umsatzsteuerbefreiung nun aus- drücklich anerkennend EuGH, Urt. v. 09.12.2015 – C-595/13, BB 2016, 31 ff. (Fiscale Eenheid X).

<sup>996</sup> Aus umsatzsteuerlichen Motiven wird die Verwaltungsvergütung eines Private Equity-Fonds auch als Gewinnvorab oder Beratungsgebühr ausgestaltet, *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), Private Equity, S. 132 Fn. 496. Unternehmer im umsatzsteuerrechtlichen Sinne ist nach § 2 Abs. 1 S. 1 UStG, wer eine gewerbliche oder berufliche Tätigkeit selbständig ausübt. Auch zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften und ihren Gesellschaftern ist ein umsatzsteuerpflichtiger Leistungsaus- tausch möglich. Maßgebend ist hierfür das Kriterium des sog. Sonderentgelts, wohingegen Gesell- schafterbeiträge, die durch eine Beteiligung am Gewinn der Gesellschaft abgegolten werden, nicht als umsatzsteuerbare Leistungen qualifizieren sollen, UStAE, Rz. 1.6. Die umsatzsteuerliche Einord- nung von Verwaltungsdienstleistungen in Investmentgesellschaften hängt damit von der konkreten rechtlichen Ausgestaltung der Vergütungsabrede ab. Umsatzsteuerfrei kann sie etwa als Gewinnvor- ab(-ausschüttung) mit Rückzahlungsverpflichtung im Verlustfall oder durch Begründung einer steu- erlichen Organschaft ausgestaltet werden, vgl. hierzu *Küffner/Zugmaier*, DStR 2007, 1241, 1244.

<sup>997</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Förderung von Wagniskapital, Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 15/3336, S. 1 ff.; auch „Gewinnvortrag“, vgl. Schmidt-Wacker, § 18 Rn. 280.

<sup>998</sup> Typischerweise beruht ein Gewinnanteil der Carry Holder i.H.v. 20 Prozent auf einem Kapitalbeitrag i.H.v. einem Prozent, siehe dazu bereits oben Kapitel 1 sub II. 1. a) und 3. b).

<sup>999</sup> Seit Einführung der Abgeltungssteuer 2009 unterfallen sämtliche Kapitaleinkünfte i.S.d. §§ 2 Abs. 1

der Finanzverwaltung<sup>1000</sup> befürwortet, um solche aus selbständiger Tätigkeit handelt. Letztere Auffassung erfuhr 2004 eine gesetzliche Fixierung<sup>1001</sup> in § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG<sup>1002</sup> und ordnet derartige kapitaldisproportionale<sup>1003</sup> Vergütungen ohne Berücksichtigung der jeweiligen Einkunftsquelle<sup>1004</sup> ausdrücklich den Einkünften aus selbständiger Tätigkeit zu. Liegen neben der vermögensverwaltenden Eigenschaft<sup>1005</sup> des Fondsvehikels die weiteren Voraussetzungen des § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG vor, sind gem. § 3 Nr. 40a EStG 40 Prozent<sup>1006</sup> der Vergütungen steuerbefreit. Nach Überzeugung des

---

S. 1 Nr. 5 i.V.m. 20 Abs. 1 EStG im Privatvermögen grundsätzlich einem einheitlichen besonderen Steuertarif i.H.v. 25 % (§ 32d Abs. 1 S. 1 EStG, Ausnahme Günstigerprüfung gem. § 32d Abs. 6 EStG). Hinsichtlich der früheren Rechtslage ab 2001 ist jedoch zwischen Zins- und Dividendeneinkünften sowie Veräußerungsgewinnen zu differenzieren: Während erstere mit der Hälfte des persönlichen Steuersatzes zu versteuern waren (Halbeinkünfteverfahren), unterfielen Veräußerungsgewinne im Privatvermögen aus nicht wesentlichen Beteiligungen (<1 % der jeweiligen Portfoliogesellschaft) keiner Einkunftsart des Einkommensteuerrechts und waren damit bereits nicht steuerbar. Anderes galt nur für Veräußerungsgewinne aus wesentlichen Beteiligungen i.S.d. § 17 EStG bzw. sofern die Mindestbeteiligungsdauer von 12 Monaten unterschritten wurde (Spekulationsgeschäft). Siehe hierzu *Striegel/Herkenroth*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 455 ff.; *Kestler*, *Risikokapital*, S. 166 ff.

<sup>1000</sup> Vgl. Tz. 24 des BMF-Schreibens v. 16.12.2003. Demnach handele es sich um erfolgsabhängige Tätigkeitsvergütungen, deren Ausgestaltung als gesellschaftsrechtlicher Gewinnanteil lediglich einen abgekürzten Zahlungsweg darstelle, bei dem die übrigen Gesellschafter auf Dividendenanteile bzw. Veräußerungserlöse verzichten und diesen Anteil unmittelbar den Sponsoren überlassen. Sie seien daher als Einkünfte aus sonstiger selbständiger Tätigkeit gem. §§ 2 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 i.V.m. 18 Abs. 1 Nr. 3 EStG zu behandeln. Zuvor bestand jedoch erhebliche Uneinigkeit zwischen den Finanzverwaltungen unterschiedlicher Bundesländer, deren Ergebnis ein „Verwaltungspraxis-Shopping“ zum Vorteil des Sitzlandes Bayern war, vgl. *Striegel/Herkenroth*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 468 und OFD München, Erlass v. 15.10.2004 - S 2241 - 55 St 41/42 (kein Vertrauensschutz bei Sitzverlegung). Zur früheren Diskussion *Anzinger/Jekerle*, IStR 2008, 821, 823 f.

<sup>1001</sup> Durch das Gesetz zur Förderung von Wagniskapital v. 30.06.2004, BGBl. I, S. 2013.

<sup>1002</sup> Carried Interest im steuerrechtlichen Sinne ist gem. § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG definiert als „Einkünfte, die ein Beteiligter an einer vermögensverwaltenden Gesellschaft oder Gemeinschaft, deren Zweck im Erwerb, Halten und in der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften besteht, als Vergütung für Leistungen zur Förderung des Gesellschafts- oder Gemeinschaftszwecks erzielt, wenn der Anspruch auf die Vergütung unter der Voraussetzung eingeräumt worden ist, dass die Gesellschafter oder Gemeinschaftler ihr eingezahltes Kapital vollständig zurückerhalten haben“. Zudem ist § 15 Abs. 3 EStG gem. § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG nicht anzuwenden.

<sup>1003</sup> Die Besteuerung des kapitalproportionalen Anteils erfolgt hingegen nach den allgemeinen Steuervorschriften und sind daher Kapitaleinkünfte i.S.d. § 20 EStG, Schmidt-Wacker, § 18 Rn. 285.

<sup>1004</sup> Unerheblich ist, ob Carried Interest aus Zinsen, Dividenden oder Veräußerungsgewinnen erzielt wird.

<sup>1005</sup> Siehe hierzu bereits oben sub a). Umstritten ist jedoch zum einen, ob auch eine gewerblich geprägte bzw. gewerblich infizierte Fondsgesellschaft bei Verfolgung des Normzwecks (u.U. nur i.R.d. Einkünfteermittlung der Carry Holder) als „vermögensverwaltend“ einzuordnen ist, d.h. der Begriff tätigkeitsbezogen zu verstehen ist. Zum anderen ist unklar, in welchem Umfang Tätigkeiten, die nicht als „Erwerb, Halten oder Veräußern von Anteilen an Kapitalgesellschaften“ qualifizieren, als schädlich zu bewerten sind. Eingehend zu den Anforderungen im Einzelnen Herrmann/Heuer/Raupach-Brandt, § 18 EStG Rn. 282; *Veith/Schade*, in: FS Pöllath, S. 435 ff.; *Elser/Dürschmidt*, FR 2010, 1075, 1077 ff.

<sup>1006</sup> Herabgesetzt 2008 von zuvor 50 %, sodass die 40 %-Grenze gem. § 52 Abs. 4 S. 8 EStG Anwen-

Gesetzgebers<sup>1007</sup> handelt es sich bei diesen inkongruenten Gewinnverteilungsabreden<sup>1008</sup> um Tätigkeitsvergütungen. Daran wird kritisiert, dass sich diese Dienstleistungsfiktion als systemwidrig<sup>1009</sup> darstelle und es sich bei den Gewinnanteilen vielmehr um Vergütungen für auch steuerlich anerkannte immaterielle Gesellschafterbeiträge<sup>1010</sup> der Sponsoren handle.<sup>1011</sup> Die Einordnung von Carried Interest-Einkünften ist dabei auch in ausländischen Steuerrechtsordnungen umstritten und dort Gegenstand von Reformbestrebungen.<sup>1012</sup> Bislang handelt es sich jedoch bei der Einordnung als Leistungsvergütung um einen nationalen Sonderweg<sup>1013</sup>, der in internationalen DBA-Sachverhalten vielfältige Schwierigkeiten der Abkommensberechtigung und Einkünftequalifikation bei im Inland<sup>1014</sup> bzw. Ausland<sup>1015</sup> ansässigen Carry Holdern be-

---

dung auf alle nach dem 31.12.2008 gegründeten Fondsgesellschaften findet. Nach Schmidt-Wacker, § 18 Rn. 285, als „wirtschaftlicher Kompromiss“ in Anlehnung an das Halb- bzw. Teileinkünfteverfahren.

<sup>1007</sup> BT-Drs. 15/3336, S. 5 ff.

<sup>1008</sup> Siehe hierzu im Allgemeinen *Birnbaum/Escher*, DStR 2014, 1413 ff.

<sup>1009</sup> Vgl. zu verfassungsrechtlichen Bedenken Herrmann/Heuer/Raupach-Brandt, § 18 EStG Rn. 279; kritisch auch *Altfelder*, FR 2005, 6, 15.

<sup>1010</sup> Vgl. BFH, Urt. v. 13.07.1993 – VIII R 50/92, BStBl. II 1994, S. 282; zur Abgrenzung zwischen Leistung und Beitrag BFH, Urt. v. 23.01.2001 – VIII R 30/99, BStBl. II 2001, S. 621 sowie BFH, Urt. v. 13.10.1998 – VIII R 4/98, BStBl. II 1999, S. 284; zur Anerkennung inkongruenter Gewinnausschüttungen bei einer GmbH siehe BFH, Urt. 19.08.1999 – I R 77/96, BStBl. II 2001, S. 43.

<sup>1011</sup> Die Sponsoren brächten ihr Netzwerk und ihre Expertise in die Gesellschaft ein, sodass ihr Beitrag allein hinsichtlich des Kapitalanteils disproportional sei. Im Sinne einer Gesamtbetrachtung seien sie hingegen proportional, vielmehr erschwerten nur praktische Bewertungs- und Bilanzierungsprobleme eine beitragsproportionale Verteilung der Kapitalanteile, *Veith/Schade*, in: FS Pöllath, S. 435; vgl. auch *Kestler*, Risikokapital, S. 164 ff.

<sup>1012</sup> Zur Reformdiskussion im britischen und US-amerikanischen Steuerrecht vgl. *Anzinger/Jekerle*, IStR 2008, 821, 826 ff.; *Kestler*, Risikokapital, S. 205 ff.; zur gegenwärtigen Einordnung im US-Steuerrecht *Cochran*, 66 Stan. L. Rev. 953, 961 ff. (2014).

<sup>1013</sup> Vgl. *Anzinger/Jekerle*, IStR 2008, 821, 830; *Kestler*, Risikokapital, S. 354 f.

<sup>1014</sup> Abkommensrechtlich fraglich erscheint zunächst die Qualifikation der Einkünfte eines im Inland unbeschränkt steuerpflichtigen Carry Holders, der mittelbar über eine ausländische Personengesellschaft an der Fondsgesellschaft beteiligt ist. Die Zuweisung des Besteuerungsrechts beurteilt sich bei Vorliegen eines einschlägigen DBA primär nach dessen Normgehalt, der grundsätzlich abkommensautonom (vgl. Art. 3 OECD-MA i.d.F. v. 15.07.2014) auszulegen sind, sodass hier eine Qualifikation als kapitaldisproportionale Gewinneinkünfte anzunehmen sein kann. Unter Annahme einer Qualifikation der Einkünfte als Dividenden, Zinsen und Veräußerungsgewinne (Artt. 10, 11, 13 OECD-MA) fällt das Besteuerungsrecht hier Deutschland als Ansässigkeitsstaat des Empfängers zu, sodass der Carried Interest gem. § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG zu versteuern ist. Nichts anderes gilt unter Annahme einer Qualifikation als Einkünfte aus selbständiger Tätigkeit die abkommensrechtlich den Unternehmensgewinnen (Art. 7 OECD-MA) zuzuordnen sind, sofern alleine auf den (inländischen) Ort der Leistungserbringung abgestellt wird. Vgl. *Früchtl*, IStR 2009, 604, 608 f.; *Friederichs/Köhler*, DB 2004, 1638 f.

<sup>1015</sup> Im Ausland tätige und im Inland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Carry Holder können mit inländischen Einkünften einer beschränkten Steuerpflicht (§ 1 Abs. 4 EStG) unterliegen, wenn eine selbständige Arbeit nach § 49 Abs. 1 Nr. 3 EStG im Inland ausgeübt oder verwertet wird oder im Inland

gründet. Die Privilegierung bestimmter Carried Interest-Einkünfte wirft aber auch in nationalen Sachverhalten vielfältige Abgrenzungsfragen auf, deren steuerverfahrensrechtliche Klärung durch Einholung einer verbindlichen Auskunft nur eingeschränkt möglich ist.<sup>1016</sup> Unstreitig erstreckt sich § 3 Nr. 40a EStG auch auf Carry Holder, die nur mittelbar über eine Personen- (z.B. Sponsoren-KG) oder Kapitalgesellschaft an der Fondsgesellschaft beteiligt sind.<sup>1017</sup> Zudem sind nach zutreffender Auffassung sowohl die Einzel- als auch die Gesamtbewertungsmethode als Erlösverteilungsregeln<sup>1018</sup> von der gesetzlichen Bedingung einer vollständigen Kapitalrückzahlung an die Anleger erfasst.<sup>1019</sup>

### c) Versicherungsaufsichtsrecht

Bei institutionellen Anlegern handelt es sich regelmäßig um Kapitalsammelstellen, die ihre Mittel fiduziarisch für Dritte verwalten.<sup>1020</sup> Verlustrisiken dieser Anleger, die etwa aus Beteiligungen an alternativen Investmentfonds resultieren, betreffen damit mittelbar auch die aus dem Verwaltungsverhältnis final Begünstigten. Innerhalb dieser Delegationsbeziehung bestehen Agenturkonflikte, da es sich bei den Prinzipalen meist um unin-

---

eine feste Einrichtung bzw. Betriebsstätte unterhalten wird (z.B. da die Fondsgesellschaft im Inland ansässig ist). Soweit aber weder Fonds noch Beteiligungsgesellschaft eine Betriebsstätte im Inland unterhalten, d.h. keine feste Geschäftseinrichtung gem. § 12 S. 1 AO besteht, ist der Carried Interest in Deutschland mangels völkerrechtlichen Anbindungstatbestands nicht steuerbar. Etwas anderes kann jedoch bei einer Beteiligung über eine inländische Beteiligungsgesellschaft gelten. Vgl. *Veith/Schade*, in: FS Pöllath, S. 455 f.; *Herrmann/Heuer/Raupach-Brandt*, § 18 EStG Rn. 280; *Früchtl*, IStR 2009, 604, 609 f.

<sup>1016</sup> Voraussetzung ist gem. § 89 Abs. 2 S. 1 AO das Vorliegen eines besonderen Interesses, vgl. eingehend *Elser/Dürschmidt*, FR 2010, 1075, 1080 f.

<sup>1017</sup> Vgl. *Elser/Dürschmidt*, FR 2010, 1075 ff.; BT-Drs. 15/3336, S. 6 f. für Kapitalgesellschaften als „Beteiligte“ i.S.d. Norm. Insofern würde die gewerbliche Einkünftefiktion gem. § 8 Abs. 2 KStG modifiziert, *Veith/Schade*, in: FS Pöllath, S. 446 f.

<sup>1018</sup> Siehe zu diesen Berechnungsmethoden bereits Kapitel 1 sub II. 3. b).

<sup>1019</sup> Die Norm knüpft daran an, dass der Vergütungsanspruch unter der Voraussetzung einer vollständigen Kapitalrückzahlung an die Investoren eingeräumt worden ist. Zwar wird daraus vereinzelt geschlossen, dass nur das Gesamtbewertungsmodell (*fund-as-a-whole*), nicht jedoch die Einzelbewertungsmethode (*deal-by-deal*) hiervon erfasst sei, da die Sponsoren hier Carried Interest vor vollständiger Rückzahlung des Investorenkapitals erhielten, so etwa *Schmidt-Wacker*, § 18 Rn. 286. Diese enge Norminterpretation ist nach zutreffender Auffassung jedoch nicht geboten, sofern die Carried Interest-Zahlungen in Verbindung mit einer Clawback-Regelung gewährt werden. So *Veith/Schade*, in: FS Pöllath, S. 447 ff.; *Boxberger*, in: Jesch/Striegel/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 135; *Herrmann/Heuer/Raupach-Brandt*, § 18 EStG Rn. 286; *Behrens*, FR 2004, 1211, 1218. Die Bedingung einer vollständigen Kapitalrückgewähr soll sicherstellen, dass der Carried Interest als Tätigkeitsvergütung eine Erfolgsbezogenheit dergestalt aufweist, dass als Bemessungsgrundlage der Gesamtgewinn des Fonds herangezogen wird, vgl. BT-Drs. 15/3336, S. 7. Dies aber lässt sich durch beide Berechnungsmodelle kautelarisch sicherstellen.

<sup>1020</sup> Siehe zu Gruppen institutioneller Anleger bereits Kapitel 1 sub I. 1.

formierte Verbraucher, den Agenten hingegen um professionelle Finanzintermediäre handelt.<sup>1021</sup> Informationspflichten des Agenten gegenüber dem Prinzipal werden in dieser Agenturbeziehung nicht als ausreichendes Korrektiv zur effektiven Minimierung von Opportunismusgefahren verstanden.<sup>1022</sup> Für bestimmte fiduziarische Kapitalanleger wie Versicherungen und Pensionseinrichtungen hat der Gesetzgeber daher einen besonderen Regulierungsbedarf identifiziert, der in risikoorientierten Aufsichtsvorschriften zum Ausdruck kommt.<sup>1023</sup>

Aufsichtsrechtlich erfasst sind als sog. regulierte Anleger<sup>1024</sup> aufgrund der besonderen Vertrauensempfindlichkeit ihres Geschäftsmodells Erst- und Rückversicherungsunternehmen<sup>1025</sup>, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung sowie mittelbar auch berufsständische Versorgungswerke.<sup>1026</sup> Sie unterliegen neben umfassenden organisatorischen Anforderungen vor allem restriktiven qualitativen und quantitativen Kapitalanlagevorschriften nach Maßgabe des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) und konkreter Verordnungen<sup>1027</sup>, deren Einhaltung durch eine laufende Beaufsichtigung sichergestellt wird.<sup>1028</sup> Die Kapitalanlage der Vermögenswerte<sup>1029</sup> regulierter Investoren

---

<sup>1021</sup> Siehe zu Agenturkonflikten in Kapitalanlagestrukturen bereits Kapitel 2 sub I. 2. a).

<sup>1022</sup> Ein Abbau von Informationsasymmetrien durch Überwachungs- und Kontrollmaßnahmen kommt im Vertragsverhältnis zwischen Kapitalsammelstelle als Agentin und Privatkunde als Prinzipal (z.B. Versicherter, Pensionsempfänger) kaum in Betracht. Zunächst sind hier deutlich begrenzte Informationsverarbeitungskapazitäten des Prinzipals anzunehmen, zudem ist ein Verzicht des Privatkunden auf eine Überwachung der Portfoliorisiken seines Vertragspartners durchaus als rationales Verhalten zu begreifen, da der nötige Aufwand außer Verhältnis zu dem erwartbaren Nutzen stünde.

<sup>1023</sup> Vgl. *Hinz/Mataoanu*, in: *Evans/Orszag/Piggott* (Hrsg.), *Pension Fund Governance*, S. 99 ff. für einen globalen Vergleich über Ansätze der Regulierung und Aufsicht über private Pensionseinrichtungen.

<sup>1024</sup> Gleichwohl können aufsichtsrechtlich unregulierte Anleger anderen gesetzlichen oder internen Anlagebeschränkungen unterliegen, vgl. zum Einfluss des Stiftungsrechts *Richter/Steinmüller/Gollan*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 1 ff.

<sup>1025</sup> Zum gesetzlich nicht definierten Begriff des Versicherungsgeschäfts i.S.d. § 1 Abs. 1 Nr. 1 VAG vgl. in st. Rspr. BVerwG, Urt. v. 29.09.1992 – 1 A 26.91, VersR 1993, 1217 f.

<sup>1026</sup> Der Anwendungsbereich erstreckt sich gem. § 1 Abs. 1 VAG auf Versicherungsunternehmen (Nr. 1), Versicherungs-Zweckgesellschaften (Nr. 3) und Pensionsfonds (Nr. 5). Pensionskassen (vgl. § 232 f. VAG) unterliegen einer fakultativen Aufsicht. Berufsständische Versorgungswerke sind über landesrechtliche Verweisnormen auch den Anforderungen des VAG unterworfen.

<sup>1027</sup> Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV) v. 18.04.2016, BGBl. I, S. 769.

<sup>1028</sup> Der gesamte Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmen unterliegt gem. § 294 Abs. 2 S. 1 VAG der Rechts- und Finanzaufsicht der BaFin, die im Rahmen der Finanzaufsicht insbesondere auf die Sicherstellung der Erfüllbarkeit der Versicherungsverpflichtungen, der Anlage in geeigneten Vermögenswerten und der Solvabilität der Versicherungsunternehmen verpflichtet ist (§ 294 Abs. 4 VAG).

<sup>1029</sup> Aufsichtsrechtlich dient das sog. Sicherungsvermögen gem. § 125 VAG (bis 2003 sog. Deckungsstock) der Absicherung der Versichertenansprüche.

muss dabei die Anlagegrundsätze Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität berücksichtigen.<sup>1030</sup>

Nach dem bisherigen Ansatz – der unter anderem für sog. kleine Versicherungsunternehmen<sup>1031</sup> fortgilt – wurden Kapitalanlagerisiken durch eine enumerative Definition zulässiger Anlagegegenstände verbunden mit risikoindifferenter Anlagequoten reguliert.<sup>1032</sup> Bedeutsame und besonders umfassende Änderungen erfuhr das Versicherungsaufsichtsrecht für übrige Versicherungsunternehmen zum 01.01.2016 infolge der Umsetzung<sup>1033</sup> der novellierten europäischen Solvabilitäts-Rahmenrichtlinie (Solvabilität II bzw. Solvency II)<sup>1034</sup>. Diese ging mit einer weitgehenden – durch die EIOPA koordinierten – unionsrechtlichen Harmonisierung des Aufsichtsrahmens einher.<sup>1035</sup> Das prinzipienbasierte<sup>1036</sup> Solvency II-Regime umfasst Bewertungsregelungen zur Solvenz- und Eigenkapitalunterlegung (Säule 1: quantitative Anforderungen), Vorgaben zu Governance- und Risikomanagementsystemen (Säule 2: qualitative Anforderungen) und Berichtspflichten gegenüber Aufsicht und Öffentlichkeit (Säule 3: Markttransparenz).<sup>1037</sup>

---

<sup>1030</sup> Siehe § 124 Abs. 1 Nr. 2 VAG; vgl. noch zur alten Rechtslage *Heitmann*, in: Bähr (Hrsg.), *Versicherungsaufsichtsrechts-Handbuch*, § 17 Rn. 27 ff.

<sup>1031</sup> Vgl. die Definition sog. kleiner Versicherungsunternehmen gem. § 211 VAG; die Regelungen finden für Sterbekassen und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge entsprechende Anwendung.

<sup>1032</sup> Für das Sicherungsvermögen kleiner Versicherungsunternehmen gelten die Anlagegrundsätze gem. § 215 Abs. 2 VAG (vgl. § 54 Abs. 2 VAG a.F.) und deren Konkretisierung durch § 2 Abs. 1 AnlV fort; BaFin, Rundschreiben 11/2017 (VA) – Hinweise zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, auf welche die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen (§§ 212 bis 217 VAG) Anwendung finden, sowie von inländischen Pensionskassen und Pensionsfonds (Kapitalanlagerundschriften) v. 12.12.2017, Gz. Geschäftszeichen: VA 25–I 3201–2016/0002; zu früheren Verlautbarungen *Heitmann*, in: Bähr (Hrsg.), *Versicherungsaufsichtsrechts-Handbuch*, § 17 Rn. 56 ff.

<sup>1033</sup> Gesetz zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen v. 01.04.2015, BGBl. I, S. 434.

<sup>1034</sup> Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.11.2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit, ABL. EU L 335/1 v. 17.12.2009 (Solvabilität II-RL), geändert durch die Richtlinie 2014/51/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 zur Änderung der Richtlinien 2003/71/EG und 2009/138/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009, (EU) Nr. 1094/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) und der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), ABl. EU L 153/1 v. 22.05.2014 (Omnibus-II-RL).

<sup>1035</sup> Vgl. *Weber-Rey/Horak*, WM 2013, 721 ff.; *Dreher/Lange*, VersR 2011, 825 ff.

<sup>1036</sup> Diesen zeichnet eine umfassende Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe (z.B. „angemessen“, „unverhältnismäßig“ oder „ausreichend“) aus, die der Aufsicht gegenüber einem sog. regelbasierten Regulierungsansatz größere Flexibilität ermöglichen sollen; vgl. kritisch angesichts der damit für die Normadressaten einhergehenden Einbuße an Rechtssicherheit *Lüttringhaus*, EuZW 2011, 822, 823.

<sup>1037</sup> Vgl. überblicksartig *van Hulle*, ZVersWiss 100 (2011), 177 ff.; zu Säulen 2 und 3 *Lüttringhaus*, EuZW 2011, 856 ff.; *Bürkle*, WM 2012, 878 ff.; zu Säule 2 *Dreher*, WM 2015, 649 ff.

Die regulatorische Steuerung der Kapitalanlagerisiken durch Solvency II erfolgt nicht mehr über feste Anlagegrenzen (Quoten), sondern vielmehr über Eigenmittelvorschriften nach Maßgabe eines ökonomischen, risikobasierten Ansatzes.<sup>1038</sup> Die Anlagerisiken können dabei nach Maßgabe eines gesetzlichen oder eines unternehmenseigenen Modells ermittelt werden.<sup>1039</sup>

Regulatorische Anforderungen an fiduziarische Kapitalsammelstellen wie Versicherungen oder Pensionskassen stellen damit einen indirekten, aber wirkmächtigen Mechanismus dar, um Kapitalanlagerisiken der aufsichtsrechtlich erfassten Anleger zu adressieren. Die Marktpraxis lässt erkennen, dass diese anlegerbezogenen Regulierungsvorgaben die Strukturen und Strategien alternativer Investmentfonds erkennbar beeinflussen.<sup>1040</sup> Aus funktionaler Perspektive bietet dieser Regulierungsansatz daher eine Alternative zu dem verwalterbezogenen Regulierungsansatz der AIFM-RL. Aufgrund seines selektiven Anwendungsbereichs durch die Abgrenzung regulierter von unregulierten Anlegern erscheint das Versicherungsaufsichtsrecht eher als letzterer geeignet, trennscharf zwischen schutzwürdigen und nicht schutzwürdigen professionellen Investoren zu differenzieren.

#### d) Einordnung und Bewertung

Die vergütungsbezogenen nationalen steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für alternative Investmentfonds sind ungenügend mit den aufsichtsrechtlichen Vorgaben abgestimmt, weisen in Zweifelsfragen mitunter erhebliche Lücken auf und führen zu Ungleichbehandlungen. Dies gilt insbesondere in Bezug auf die Gewährleistung der Gewerbesteuer- und Umsatzsteuerfreiheit von Einkünften aus einer InvKG sowie vergleichbaren ausländischen Rechtsformen. Zu berücksichtigen ist dabei, dass nachteilig ausgestaltete nationale Regelungen im Wettbewerb mit ausländischen Jurisdiktionen stehen und dort mitunter explizit branchenfreundlich konzipierten Besteuerungsregimen

---

<sup>1038</sup> Als zentrale Kenngrößen, deren Eigenmitteldeckung nicht unterschritten werden darf, dienen die Solvenzkapitalanforderung (*Solvency Capital Requirement*) und die Mindestkapitalanforderung (*Minimum Capital Requirement*); vgl. Schüller/Mitzner, ZHR 175 (2011), 338 ff.; Lüttringhaus, EuZW 2011, 822 ff.

<sup>1039</sup> Risiko- und Kapitalmanagement werden über die vom Versicherungsunternehmen vorzunehmende sog. Unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (*Own Risk and Solvency Assessment*, ORSA) miteinander verknüpft (Art. 45 Solvency II-RL); vgl. Dreher/Ballmaier, VersR 2012, 129 ff.

<sup>1040</sup> Vgl. von Berger/Reusche, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 18 ff.

begegnen.

Das Versicherungsaufsichtsrecht muss angesichts der ausdifferenzierten Berücksichtigung von Kapitalanlagerisiken nicht allein als komplementärer Ansatz zu verwalterbezogenen Regulierungsvorschriften verstanden werden. Vielmehr stellt es sich als alternatives Regulierungsinstrument dar, das sich insbesondere unter Verwendung unternehmenseigener Risikomodelle gegenüber allgemeinen verwalter- oder produktbezogenen Vorgaben als vorzugswürdig erweisen kann.

## II. Vergütungsregulierung im Finanzsektor

In der Entwicklung des finanzmarktrechtlichen Normengefüges ist ein allgemeiner und in Bezug auf Vergütungsstrukturen ganz erheblicher Bedeutungszuwachs des Aufsichtsrechts im Verhältnis zu verbandsrechtlichen Vorgaben zu verzeichnen. Dieser Dichotomie folgend wird anknüpfend an eine kursorische Betrachtung vergütungsbezogener Vorgaben des Aktienrechts (1.) nachfolgend die Entwicklung eines speziellen finanzmarktrechtlichen Vergütungsregulierungsregimes nachgezeichnet (2.), innerhalb dessen die Anforderungen der AIFM-RL zu verorten sind.

### 1. Verbandsrechtliche Vorgaben für börsennotierte Aktiengesellschaften

Eingang in das deutsche Recht fanden verbandsrechtliche Vorgaben für die privatautonome Ausgestaltung von Entlohnungsvereinbarungen erstmals im AktG von 1937 mit dem Erfordernis, dass die „Gesamtbezüge der Vorstandsmitglieder (...) in einem angemessenen Verhältnis“ zu ihren Aufgaben und der Lage der Gesellschaft stehen.<sup>1041</sup> Das gesetzgeberische Leitmotiv bildet dabei seit jeher die Frage nach dem *iustum pretium*, d.h. dem gerechten Preis der Vorstandsentslohnung<sup>1042</sup>, die sich als subjektivierte Preisregulierung im Gefüge der Rechtsordnung – mit Ausnahme der freien Berufen<sup>1043</sup> – als Sonderregelung ausnimmt. Diese weitgehend unverändert in das AktG von 1965 übernommene und weiterhin geltende Regelung über die Angemessenheit der Vorstandsver-

---

<sup>1041</sup> Siehe § 78 Abs. 1 S. 1 AktG 1937 (Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien v. 30.01.1937, RGBI. I, S. 107); vgl. MünchKommAktG-*Spindler*, § 87 Rn. 6 ff.

<sup>1042</sup> Vgl. *Thüsing*, ZGR 2003, 457 ff.

<sup>1043</sup> Vgl. etwa die seit 2008 nur unter engen Voraussetzungen zulässige Vereinbarung von Erfolgshonoraren in der Rechtsberatung (§§ 4a f. RVG i.V.m. § 49b Abs. 2 S. 1 BRAO), dazu BGH, Urt. v. 05.06.2014 – IX ZR 137/12.

gütung (§ 87 AktG) unterlag in jüngerer Vergangenheit vielfältigen Reformierungsbestrebungen und fand auch Eingang in die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK).<sup>1044</sup> Triebfeder dieser normativen Entwicklung war der signifikante Anstieg der Managervergütung in Publikumsunternehmen und eine intensive Rezeption US-amerikanischer Literatur<sup>1045</sup>, die Eingang in die nationale Corporate Governance-Debatte<sup>1046</sup> gefunden hat. Im Zentrum dieser Diskussion stehen im Wesentlichen drei Petiten, nämlich die Transparenz der Vorstandsbezüge über Publizitätsvorgaben zu erhöhen, die absolute Vergütungshöhe zu begrenzen und vergütungsbezogene Entscheidungsbefugnisse der Aktionäre zu stärken.

Den ersten Aspekt verfolgte zunächst 2006 eine Erweiterung handelsrechtlicher Publizitätspflichten durch das VorstOG<sup>1047</sup>, durch die insbesondere eine Pflicht zur detaillierten und individualisierten Offenlegung der Vorstandsbezüge bei börsennotierten Aktiengesellschaften statuiert wurde.<sup>1048</sup> Den zweiten Aspekt einer materiellen Begrenzung der Vergütungshöhe griff – in Reaktion auf die Finanzmarktkrise<sup>1049</sup> und eine Empfehlung der Europäischen Kommission<sup>1050</sup> – 2009 das VorstAG<sup>1051</sup> auf, nach dessen Maßgabe

---

<sup>1044</sup> Siehe Ziff. 4.2.2 DCGK 2017, dessen Geltung die Entsprechenserklärung (§ 161 Abs. 1 S. 1 AktG) vermittelt; vgl. *Bachmann*, in: *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder* (Hrsg.), DCGK, Ziff. 4.2.2 Rn. 934 ff.

<sup>1045</sup> Insbesondere wird diskutiert, ob sich erfolgsabhängige Vergütungen als Lösung des Agenturproblems darstellen (*optimal contract approach*) oder aber aufgrund der Verhandlungsmacht von Führungskräften kritisch zu betrachten sind (*managerial power approach*), vgl. grundlegend *Bebchuk/Fried/Walker*, 69 U. Chi. L. Rev. 751, 761 ff. (2002) sowie *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, passim; *Posner*, 58 Duke L. J. 1013 ff. (2009); *Bhagat/Romano*, ECFR 2010, 273 ff.; für eine ökonomische Untersuchung der Folgen einer allgemein gestiegenen Verbreitung von Bonuselementen in US-Arbeitsverträgen *Lemieux/MacLeod/Parent*, 124 Q. J. Econ. 1 ff. (2009); überblicksartig zum bisherigen Forschungsstand *Faulkender/Kadyrzhanova/Prabhala/Senbet*, 22 J. App. Corp. Fin. 107 ff. (2010).

<sup>1046</sup> Vgl. *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 41 und Rn. 62; *Baums*, ZHR 169 (2005), 299, 305 f.; *Fleischer*, NZG 2009, 801, 802; *Binder*, Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien, S. 222; *Gätsch*, Fiduziarität und Vergütungsautonomie, S. 28 ff. und S. 127 ff.; *Hesse*, Veröffentlichungspflicht, S. 257 ff.; *Schwan*, Begrenzungsmöglichkeiten, S. 9 ff.; zu Entwicklungen in der Managementvergütung in deutschen Unternehmen *Gillenkirch*, BFuP 2008, 1 ff.

<sup>1047</sup> Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG), BGBl. I, S. 2267.

<sup>1048</sup> Siehe § 285 Nr. 9 lit. a) S. 5 HGB; von dieser Pflicht kann allein nach Maßgabe eines drei Viertel der Stimmen erfordernden Hauptversammlungsbeschlusses abgewichen werden (§ 286 Abs. 5 S. 1 HGB); vgl. *Baums*, ZHR 169 (2005), 299 ff.; *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 226 ff.; *Hesse*, Veröffentlichungspflicht, S. 40 ff.; kritisch *Gätsch*, Fiduziarität und Vergütungsautonomie, S. 199 ff.

<sup>1049</sup> Vgl. BT-Drs. 16/13433, S. 1.

<sup>1050</sup> Empfehlung der Kommission v. 30.04.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, ABl. EU L 120/28 v. 15.05.2009.

<sup>1051</sup> Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) v. 31.07.2009, BGBl. I, S. 2509.

insbesondere § 87 AktG inhaltliche Änderungen erfuhr.<sup>1052</sup> Das gesetzgeberische Ziel einer Verbesserung der „Angemessenheit“ der Vorstandsvergütung wurde dabei neben Ergänzungen des weiterhin wenig konkreten Angemessenheitskriteriums<sup>1053</sup> im Kern durch zwei unterschiedliche Regelungsansätze verfolgt. Zum einen ist die Vergütungsstruktur in der börsennotierten AG auf eine „nachhaltige“<sup>1054</sup> Unternehmensentwicklung auszurichten“ (§ 87 Abs. 1 S. 2 AktG), sodass variable Vergütungsbestandteile eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben sollen (§ 87 Abs. 1 S. 3 Hs. 1 AktG).<sup>1055</sup> Dieser weder im AktG noch im DCGK näher definierte Zeitraum soll sich über zwei bis vier Jahre<sup>1056</sup> erstrecken, während derer variable Vergütungselemente entweder verzögert ausgezahlt („Bonusbank-Modell“) bzw. durch sog. Clawback-Regelungen zurückgefordert werden können.<sup>1057</sup> Dieser erste Regelungsansatz zielt somit auf eine bereits im Zeitpunkt der Kontrahierung über die variablen Vergütungsparameter angelegte Berücksichtigung negativer Geschäftsentwicklungen.<sup>1058</sup> Zum anderen erweiterte das VorstAG die Möglichkeit, die Vorstandsbezüge gem. § 87 Abs. 2 S. 1 AktG im Falle einer Verschlechterung der Lage der Gesellschaft herabzusetzen, sofern die Weitergewährung

---

<sup>1052</sup> Vgl. hierzu *Thüsing*, AG 2009, 517 ff.; *Fleischer*, NZG 2009, 801 ff.

<sup>1053</sup> So ist gem. § 87 Abs. 1 S. 1 AktG neben der bereits vorher erfassten Aufgaben des Vorstands und der Lage der Gesellschaft nunmehr ausdrücklich auch die Leistung des Vorstands von Bedeutung. Ferner dürfen die Gesamtbezüge des Vorstands „die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen“, wobei sowohl die Branchen-, Größen- oder Landesüblichkeit („horizontale Vergleichbarkeit“) als auch das Gehaltsgefüge im Unternehmen („vertikale Vergleichbarkeit“) herangezogen werden kann (siehe auch Ziff. 4.2.2 Abs. 2 DCGK 2017); vgl. *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 38 ff.; *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 468 ff.

<sup>1054</sup> Vgl. kritisch in Bezug auf die forstwissenschaftliche Provenienz und ökologische Verwendung des Begriffs der „Nachhaltigkeit“ *Fleischer*, NZG 2009, 801, 802; ähnlich *Thüsing*, AG 2009, 517, 519.

<sup>1055</sup> Vgl. *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 88 ff.; kritisch *Gätsch*, Fiduziarität und Vergütungsautonomie, S. 173 ff.

<sup>1056</sup> Unter Verweis auf den Wortlaut plädieren für einen zweijährigen Zeitraum *Bauer/Arnold*, AG 2009, 717, 722; *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981, 1985; unter Verweis auf die vierjährige Sperrfrist für Aktienoptionsprogramme gem. § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG für einen drei- bzw. vierjährigen Zeitraum hingegen *Seibert*, WM 2009, 1489, 1490; *Fleischer*, NZG 2009, 801, 803; unter Verweis auf § 84 Abs. 1 AktG fünf Jahre fordernd *Thüsing*, AG 2009, 517, 521.

<sup>1057</sup> Gleichwohl sollen auch kurzfristige Vergütungsanreize (z.B. Jahrestantiemen) zulässig sein, solange sie der nachhaltigen Unternehmensentwicklung nicht zuwiderlaufen. Vgl. *Thüsing*, AG 2009, 517, 520; *Bachmann*, in: *Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder* (Hrsg.), DCGK, Ziff. 4.2.3 Rn. 995 ff. Eine Verknüpfung lang- und kurzfristiger Anreize soll auch innerhalb eines Bonussystems erfolgen können (z.B. 40 % Auszahlung am Ende des Geschäftsjahres, 60 % nach Ende des Performance-Zeitraums), *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981, 1987.

<sup>1058</sup> Für den umgekehrten Fall außerordentlicher – d.h. positiver – Geschäftsentwicklungen soll zudem bei der Festsetzung der Bezüge eine vertragliche „Begrenzungsmöglichkeit“ vorgesehen werden (§ 87 Abs. 1 S. 3 Hs. 2 AktG), wobei unklar ist, ob es sich hierbei um einen fixen „Cap“ i.S.d. Ziff. 4.2.3 Abs. 4 DCGK 2017 handelt; vgl. *Hohenstatt/Kuhnke*, ZIP 2009, 1981, 1988 f.

der Bezüge unbillig wäre.<sup>1059</sup> Bei diesem Regelungsansatz handelt es sich mithin um einen subsidiären Mechanismus der Vertragsanpassung *ex post*, der allein dann zum Tragen kommen soll, wenn nicht bereits geringere variable Bezüge eine wirtschaftliche Krisensituation in hinreichendem Maß reflektieren.

Das dritte Petikum einer Stärkung der Aktionärsrechte verfolgte das VorstAG, indem in § 120 Abs. 4 S. 1 AktG das Recht der Hauptversammlung verankert wurde, eine deklaratorische Billigung des Systems der Vorstandsvergütung zu beschließen (sog. *say on pay*).<sup>1060</sup> Ein gesetzgeberisches Vorhaben zur Einführung eines obligatorischen Hauptversammlungsvotums zur Billigung des durch den Aufsichtsrat erarbeiteten Vergütungssystems, das zugleich verbindliche Vergütungsobergrenzen enthalten sollte, scheiterte zwar vorerst.<sup>1061</sup> Weitere Änderungen wird das Recht der Vorstandsvergütung indes infolge der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie (*Shareholder Rights Directive*, SRD II) erfahren.<sup>1062</sup> Nach der Richtliniennovelle sollen Aktionäre künftig das Recht haben, über eine – auf langfristige Ziele ausgerichtete und inhaltlich detaillierte (Art. 9 Abs. 6 SRD II) – Vergütungspolitik der Gesellschaft abzustimmen (Art. 9a Abs. 1 SRD II). Dieses Vergütungsvotum soll grundsätzlich verbindlich sein (Art. 9a Abs. 2 UAbs. 1 S. 1 SRD II), jedoch können die Mitgliedstaaten in der Umsetzung der Richtlinienvorgaben vorsehen, dass die Abstimmung nur empfehlenden Charakter haben soll (Art. 9a Abs. 3 S. 1 SRD II). Ferner soll der Hauptversammlung künftig das Recht zukommen, über den von der Gesellschaft zu erstellenden Vergütungsbericht (Art. 9b Abs. 1 SRD II) eine Abstimmung mit empfehlendem Charakter abzuhalten (Art. 9b Abs. 4 SRD II). Darüber hinaus enthält die Richtlinie Offenlegungspflichten für an In-

---

<sup>1059</sup> Vgl. *Fleischer*, NZG 2009, 801, 804 („bereichsspezifische(r) Ausprägung des Wegfalls der Geschäftsgrundlage“); *Bauer/Arnold*, AG 2009, 717, 724 ff.; *Gätsch*, Fiduziarität und Vergütungsautonomie, S. 181 ff.; *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 159 ff.; OLG Stuttgart, Urt. v. 01.10.2014 – 20 U 3/13, WM 2015, 245 ff.; dazu *Spindler*, DB 2015, 908 ff.

<sup>1060</sup> Dessen Versagung hat gem. § 120 Abs. 4 S. 2 keine rechtlichen, sondern allenfalls faktische Konsequenzen, *Fleischer/Bedkowski*, AG 2009, 677 ff.; *MünchKommAktG-Kubis*, § 120 Rn. 47 ff.; *Gätsch*, Fiduziarität und Vergütungsautonomie, S. 204 ff.

<sup>1061</sup> Siehe noch den Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Kontrolle der Vorstandsvergütung und zur Änderung weiterer aktienrechtlicher Vorschriften, Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drs. 17/14214 v. 26.06.2013 (vormals „Aktienrechtsnovelle 2012“, vgl. *Wagner*, BB 2013, 1731 ff.

<sup>1062</sup> Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.05.2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU L 132/1 v. 20.05.2017; vgl. noch den Kommissionsvorschlag v. 09.04.2014, COM(2014) 213 final.

termediäre<sup>1063</sup> (Art. 3d Abs. 1 SRD II) und Vermögensverwalter<sup>1064</sup> (Art. 3h Abs. 2 lit. c) SRD II) entrichtete Entgelte und Vergütungen.

## 2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an Vergütungssysteme im Finanzsektor

### a) Kriseninduzierte Regulierung des Banken- und Versicherungssektors

In einem Spannungsverhältnis zu den vorgenannten verbandsrechtlichen Vorgaben steht das primär unionsrechtlich präformierte Regime einer finanzmarktrechtlichen Vergütungsregulierung. Aufsichtsrechtliche Beschränkungen erfuhren Vergütungsstrukturen in Kreditinstituten erstmals 1935 nach Maßgabe des § 15 RKWG<sup>1065</sup>, dessen materielle Beschränkung variabler Vergütungen als Reaktion<sup>1066</sup> auf die Bankenkrise 1931 aufzufassen ist und mit Inkrafttreten des KWG 1961 ersatzlos entfiel.<sup>1067</sup> Erst im Zuge der 2008 erlassenen Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen<sup>1068</sup> wurden staatliche Vergütungsbeschränkungen für den Bankensektor in Gestalt fester Obergrenzen und des Verbots variabler Vergütungen für staatlich gestützte Institute<sup>1069</sup> im nationalen Recht wieder eingeführt. Sondervorschriften, die eine Vergütungsbeschränkung im Krisenfall ermöglichen, enthalten darüber hinaus die Regulierungsregime für die Sanierung von Kreditinstituten im Rahmen des Sanierungsverfahrens i.S.d. 2010 verabschiedeten

---

<sup>1063</sup> Als Intermediär definiert die Richtlinie nun gem. Art. 2 lit. d) SRD II Wertpapierfirmen, Kreditinstitute und Zentralverwahrer, die Dienstleistungen der Verwahrung oder der Verwaltung von Wertpapieren oder der Führung von Depotkonten erbringen.

<sup>1064</sup> Der Begriff des Vermögensverwalters umfasst gem. Art. 2 lit. f) SRD II Wertpapierfirmen, die Portfolioverwaltungsdienste für Anleger erbringen, AIFM und OGAW-Verwaltungsgesellschaften.

<sup>1065</sup> Reichsgesetz über das Kreditwesen v. 05.12.1934, RGBl. I, S. 1203.

<sup>1066</sup> Vgl. allgemein zur Prozyklizität (*procyclicality*) von Regulierungsbestrebungen *Zingales*, 47 J. Acc. Res. 391, 399 f. (2009).

<sup>1067</sup> Nach § 15 Abs. 1 RKWG durften dem Berechtigten Ergebnisanteile nicht vollständig ausbezahlt werden, vielmehr war ein vom Aufsichtsamt festzulegender Anteil von bis zu 50 % vorläufig „einzuhalten“. Diese Ergebnisanteile hafteten gem. § 15 Abs. 2 RKWG dem Kreditinstitut für sämtliche Ersatzansprüche gegen den Berechtigten und durften ihm erst nach seinem Ausscheiden freigegeben werden. Vgl. hierzu *Körnert/Nehring*, ZBB 2014, 188 ff.

<sup>1068</sup> Siehe das Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds v. 17.10.2008, BGBl. I, S. 1982 (Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz, FMStFG) sowie das Gesetz zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute v. 09.12.2010, BGBl. I, S. 1921 (Restrukturierungsfondsgesetz, RStruktFG).

<sup>1069</sup> So begrenzt § 10 Abs. 2a FMStFG die monetären Vergütungen der Organe und Angestellten eines Unternehmens des Finanzsektors, dessen Anteile aufgrund von Stabilisierungsmaßnahmen gem. § 7 des FMStFG zu mindestens 75 % der Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS) hält, auf 500.000 EUR im Jahr und untersagt variable Vergütungen, vgl. *Schwan*, Begrenzungsmöglichkeiten, S. 78 ff. Vergleichbare Regelungen enthält § 4 Abs. 3–5 RStruktFG.

KredReorgG<sup>1070</sup> bzw. des Abwicklungsverfahrens i.S.d. 2014 erlassenen SAG<sup>1071</sup>.

Ihren Ausgangspunkt fand die derzeitige Konzeption finanzmarktrechtlicher Vergütungsregulierung nach ersten selbstkritischen Analysen der Finanzindustrie<sup>1072</sup> in Befunden des *de Larosière*-Berichts vom 25.02.2009, der als zentrales Monitum eine unzureichende Risikosensitivität der im Finanzsektor verbreiteten Vergütungsstrukturen herausstellte und bereits weitreichende normative Folgerungen ableitete.<sup>1073</sup> Auch auf Ebene der transnationalen Politikkoordination wurde die Regulierung von Vergütungssystemen aufgegriffen und einer Konkretisierung durch Rahmenbeschlüsse und Prinzipien zugeführt. Hierbei nahmen Empfehlungen des *Financial Stability Forum* (FSF) bzw. des *Financial Stability Board* (FSB)<sup>1074</sup> als dessen Funktionsnachfolgerin eine Leitfunktion wahr. Als deren Ergebnis sind die Prinzipien für solide Vergütungspraktiken vom 02.04.2009 (FSF-Prinzipien)<sup>1075</sup> sowie die darauf aufbauenden Standards für

---

<sup>1070</sup> Siehe das Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten v. 09.12.2010, BGBl. I, S. 1900 (KredReorgG). So kann gem. § 5 Abs. 1 Nr. 4 KredReorgG das zuständige Oberlandesgericht im Sanierungsverfahren „Vergütungs- und Bonusregelungen der Geschäftsleitung auf ihre Anreizwirkung und ihre Angemessenheit hin überprüfen und gegebenenfalls eine Anpassung für die Zukunft vornehmen“. Vgl. aber kritisch zur Praxisrelevanz des Sanierungsverfahrens *Binder*, ZBB 2012, 417, 422 f.

<sup>1071</sup> Siehe das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen v. 10.12.2014, BGBl. I, S. 2091 (SAG). Im Rahmen eines Abwicklungsverfahrens (vgl. §§ 62 ff. SAG) kann die Abwicklungsbehörde gem. § 85 Abs. 1 S. 1 SAG bei Vorliegen der Abwicklungsvoraussetzungen gegenüber einem Institut oder gruppenangehörigen Unternehmen anordnen, dass das Institut oder Unternehmen den Jahresgesamtbetrag sämtlicher variablen Vergütungen auf einen bestimmten Anteil des Jahresergebnisses beschränkt oder vollständig streicht. Eine entsprechende Befugnis besteht zudem gem. § 85 Abs. 2 SAG in Bezug auf bereits zurückbehaltene variable Vergütungen. Das SAG diente der Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.05.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU L 173/190 v. 12.06.2014 (sog. Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie).

<sup>1072</sup> Vgl. IIF, Best Practice Recommendations 2008, S. 49 ff.

<sup>1073</sup> Nach dem *de Larosière*-Bericht, S. 36, Empfehlung Nr. 11 „sollten die Vergütungen im Finanzdienstleistungssektor nach folgenden Prinzipien strukturiert werden: - Bei der Bemessung von Bonuszahlungen sollte ein mehrjähriger Rahmen zugrunde gelegt und die Auszahlung der Boni über diesen Zeitraum gestreckt werden. - Diese Grundsätze sollten auch für Eigenhändler und Vermögensverwalter gelten. - Bonuszahlungen sollten der tatsächlichen Leistung entsprechen und nicht von vornherein garantiert sein.“

<sup>1074</sup> Der FSB trat 2009 mit erweitertem Mitglieder- und Aufgabenkreis die Funktionsnachfolge des Forum für Finanzstabilität (*Financial Stability Forum*, FSF) an. Siehe zur Bedeutung transnationaler Regulierungsinitiativen des FSB in Bezug auf systemisch bedeutende Investmentfonds unten sub III. 2. d).

<sup>1075</sup> FSF Principles for Sound Compensation Practices v. 02.04.2009, o. Gz.

solide Vergütungspraktiken vom 25.09.2009 (FSB-Prinzipien)<sup>1076</sup> durch die beteiligten G20-Staaten umzusetzen.<sup>1077</sup> Die fehlende rechtliche Bindungswirkung dieser Koordinierungsvorschriften, die sich als bloße Normappelle an die beteiligten Staaten richten, wird dabei durch Überwachungs- und Evaluationsverfahren des FSB in Bezug auf die Implementierung der Prinzipien ersetzt.<sup>1078</sup>

Nahezu parallel hierzu erfolgte auf Unionsebene eine inhaltlich weitgehend kongruente Umsetzung der FSF- bzw. FSB-Prinzipien durch den Erlass von Prinzipien und Leitlinien des CEBS für eine solide Vergütungspolitik<sup>1079</sup> sowie von Empfehlungen der Kommission zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor<sup>1080</sup> und in börsennotierten Gesellschaften<sup>1081</sup>. Eingang fanden Aspekte dieser Prinzipien zunächst – wenngleich in geringem Umfang – in den Verwaltungsverlautbarungen der BaFin für das Risikomanagement von Investmentgesellschaften (InvMaRisk).<sup>1082</sup> Nachdem zunächst mehrere bedeutende Finanzinstitute eine freiwillige Befolgung der FSB- bzw. CEBS-Prinzipien erklärt hatten, wurden sie im Folgenden auf nationaler Ebene durch Verwaltungsvorschriften der BaFin für Kreditinstitute und Versicherungen präzisiert.<sup>1083</sup>

---

<sup>1076</sup> FSB Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards v. 25.09.2009, o. Gz.

<sup>1077</sup> Vgl. zur Fortentwicklung der Prinzipien FSB, Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards v. 20.06.2017, o. Gz.

<sup>1078</sup> Wenngleich die Standards des FSB keine unmittelbare Bindungswirkung gegenüber den Mitgliedstaaten entfalten, sind letztere nach Maßgabe der Binnenorganisation des FSB zur Umsetzung von Standards verpflichtet (Art. 6 Abs. 1 lit. c) FSB Charta). Zudem unterliegen sie wiederkehrenden externen Beurteilungen (*peer reviews* gem. Art. 6 Abs. 1 lit. d) FSB Charta) sowie einer Überwachung der Umsetzung (*implementation monitoring* gem. Art. 6 Abs. 1 lit. e) FSB Charta).

<sup>1079</sup> CEBS, High-Level Principles for Remuneration Policies v. 20.04.2009, o. Gz. (nachfolgend: CEBS-Prinzipien); CEBS, Guidelines on Remuneration Policies and Practices v. 10.12.2010, o. Gz. (nachfolgend: CEBS-Leitlinien); siehe zum CEBS als Funktionsvorgänger der EBA bereits oben sub I. 1. b).

<sup>1080</sup> Empfehlung 2009/384/EG der Kommission v. 30.04.2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor, ABl. EU L 120/22 v. 15.05.2009 (nachfolgend: KOM Vergütungsempfehlung); nach Erwgr. 26 AIFM-RL stimmen die Grundsätze der Empfehlung mit denen der Richtlinie „überein und ergänzen diese“.

<sup>1081</sup> Empfehlung 2009/385/EG der Kommission v. 30.04.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, ABl. EU L 120/28 v. 15.05.2009.

<sup>1082</sup> Siehe Abschnitt „7.1 Personal und Anreizsysteme“ sub Ziff. 7.01.4 bis 7.01.10 der InvMaRisk v. 30.06.2010.

<sup>1083</sup> Eine Regelung erfolgte dabei zunächst in überarbeiteten Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Instituten (MaRisk v. 14.08.2009, Abschnitt AT 7.1), vgl. *Langen/Schielke/Zöll*, BB 2009, 2479 ff. Kurz darauf wurden diese Vorgaben durch gesonderte Verwaltungsanweisungen ersetzt: BaFin, Rundschreiben 22/2009 (BA) v. 21.12.2009 (Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten) sowie BaFin, Rundschreiben 23/2009 (VA) v. 21.12.2009 (Anforderungen an die

Im sekundären Unionsrecht wurden Anforderungen an die Vergütungssysteme von Kreditinstituten sodann 2010 im Rahmen einer Änderung der Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD III)<sup>1084</sup> verankert und administrativ interpretiert<sup>1085</sup>. Infolge der Umsetzung dieser Richtlinienvorgaben<sup>1086</sup> bewogen auch verfassungsrechtliche Erwägungen den Gesetzgeber dazu, Ermächtigungsgrundlagen für den Erlass konkreter Rechtsverordnungen zu schaffen.<sup>1087</sup> Hiervon machte die BaFin als Subdelegatarin des BMF mit dem Erlass der Instituts-Vergütungsverordnung (InstitutsVergV 2010)<sup>1088</sup> sowie der Versicherungs-Vergütungsverordnung (VersVergV)<sup>1089</sup> Gebrauch, die materiell weitgehend auf den früheren Verwaltungsanweisungen beruhen.

Aus ökonomischer Perspektive ist der vorstehend skizzierte vergütungsbezogene Regulierungsansatz für den Bankensektor keineswegs unumstritten. Die jüngere empirische Forschung bestätigt insbesondere die These nicht, dass Vergütungsanreize in Banken einen wesentlichen Verursachungsbeitrag für die jüngste Finanzmarktkrise begründeten.<sup>1090</sup> Allerdings wird in Banken ein allgemeiner Zusammenhang zwischen erfolgsbasierten Vergütungsmodellen und überhöhtem Risikohandeln konstatiert, dessen Ursache

---

Vergütungssysteme im Versicherungsbereich).

<sup>1084</sup> Richtlinie 2010/76/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinien 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 (Kapitaladäquanzrichtlinie, *Capital Requirements Directive*, CRD III), ABl. EU L 329/3 v. 14.12.2010; vgl. *Mülbart/Citlau*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *European Financial Market*, S. 297 ff.

<sup>1085</sup> Vgl. CEBS, *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* v. 10.12.2010, o. Gz.

<sup>1086</sup> Vgl. Art. 1 Gesetz über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten und Versicherungsunternehmen v. 21.07.2010, BGBl. I, S. 950.

<sup>1087</sup> Vgl. § 25a Abs. 6 KWG bzw. § 64b Abs. 5 VAG; Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Braun, § 25a KWG Rn. 731 ff.

<sup>1088</sup> Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten v. 06.10.2010 (InstitutsVergV), BGBl. I, S. 1374; vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Braun, § 25a KWG Rn. 729 ff.; *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), *Vergütungsregulierung*, S. 74 ff.; *Heuchemer/Kloft*, WM 2010, 2241 ff.; *Diller/Arnold*, ZIP 2011, 837 ff.; *Groeger*, RdA 2011, 287 ff.; *Friebel/Langenbacher*, GWR 2011, 103 ff.; *Insam/Hinrichs/Hörtz*, DB 2012, 1568 ff.; zum Entwurf *Müller-Bonanni/Mehrens*, NZA 2010, 792 ff.

<sup>1089</sup> Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme im Versicherungsbereich (VersVergV) v. 06.10.2010, BGBl. I, S. 1379, vgl. dazu *Annuß/Sammet*, BB 2011, 115 ff.; nunmehr Neufassung durch die VersVergV v. 18.04.2016, BGBl. I, S. 763. Nachfolgende Verweise auf die VersVergV beziehen sich ausnahmslos auf die aktuelle (inhaltlich unveränderte) Fassung.

<sup>1090</sup> Vgl. für eine Untersuchung vergütungsinduzierten Risikoverhaltens in europäischen und US-amerikanischen Banken in der Finanzmarktkrise *Hüttenbrink/Kaserer/Rapp*, ZBB 2012, 1 ff.; *Fahlenbrach/Stulz*, 99 J. Fin. Econ. 11, 18 ff. (2011) erkennen keine Belege für die These, dass Banken mit besseren Vergütungssystemen in der Finanzkrise geringere Verluste erlitten hätten; kritisch auch *Mülbart/Citlau*, in: Birkmose/Neville/Sørensen (Hrsg.), *European Financial Market*, S. 297 ff.

in Fehlfunktionen eines intensiven Wettbewerbs der Banken um hochmobile und talentierte Mitarbeiter liegen soll.<sup>1091</sup> Uneinigkeit besteht jedoch im Hinblick auf normative Folgerungen aus diesem Befund. Neben höheren Eigenkapitalanforderungen werden insbesondere verzögerte Auszahlungsmechanismen für variable Vergütungskomponenten befürwortet und demnach der bislang primär verfolgte Regulierungsansatz positiv bewertet.<sup>1092</sup> Modellhafte Untersuchungen deuten jedoch darauf hin, dass dieser Ansatz unter bestimmten Voraussetzungen sogar risikoerhöhend wirken kann und eine Vergütungsregulierung stärker die vielfältigen weiteren Regulierungs- und Anreizmechanismen zu berücksichtigen hat.<sup>1093</sup> Eine Auswertung der einschlägigen Literatur lässt dabei eine intensive und sich erst in der Entwicklung befindliche Diskussion um die effiziente Ausgestaltung von Vergütungsanreizen in Banken und daraus abzuleitende regulatorische Handlungsempfehlungen erkennen.<sup>1094</sup>

#### b) Unionsrechtliche Kohärenz der Regulierungsregime

Ungeachtet dieser ökonomischen Kontroversen wurde das zunächst an Banken und Versicherungen adressierte Vergütungsregulierungsregime in der unmittelbaren Folge auf eine Vielzahl weiterer Finanzmarktakteure ausgedehnt. Den Ausgangspunkt dieser Regulierungsstrategie bildet dabei ein Grünbuch der Europäischen Kommission vom 02.06.2010, demzufolge „zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen zwischen Fi-

---

<sup>1091</sup> Vgl. *Thanassoulis*, 67 J. Fin. 849 ff. (2012), der in dem Wettbewerb der Banken um qualifizierte Mitarbeiter eine negative Externalität erkennt, die infolge erhöhter Vergütungsniveaus Ausfallrisiken steigert; *Bénabou/Tirole*, NBER Working Paper 2013, S. 2 ff.; *Acharya/Pagano/Volpin*, NBER Working Paper 2013, S. 9 ff.

<sup>1092</sup> Vgl. *Bebchuk/Fried*, 158 U. Penn. L. Rev. 1915 ff. (2010); *Gerenkamp/Kuklick*, ZBB 2011, 430, 439; *Acharya/Pagano/Volpin*, NBER Working Paper 2013, S. 40.

<sup>1093</sup> Vgl. *Inderst/Pfeil*, 17 Rev. Fin. 1323, 1345 ff. (2013) für eine Analyse im Rahmen eines Kreditvergabemodells, die eine regulierungsbedingte Erhöhung der Vergütungskosten erkennen; siehe eingehend *Hoffmann/Inderst/Opp*, Working Paper 2014, S. 17 ff., die modellhaft herleiten, dass eine regulatorisch verpflichtende verzögerte Auszahlung variabler Vergütungen sowohl gesteigerte Gesamt-, als auch Grenzkosten für höhere Anstrengungsniveaus bedingen und der Bank-Prinzipal demnach eine Reduzierung des Sorgfaltsniveaus des Mitarbeiter-Agenten befürworten kann; *Feess/Wohlschlegel*, Working Paper 2014, S. 19 f. befürworten anhand eines einfachen Wettbewerbsmodells höhere Eigenkapitalanforderungen gegenüber verzögerten Auszahlungsmechanismen.

<sup>1094</sup> Siehe etwa *John/Saunders/Senbet*, 13 Rev. Fin. Stud. 95 ff. (2000), die eine Verknüpfung von Einlagenversicherungssystemen und Managementvergütung befürworten; *Thanassoulis*, 67 J. Fin. 849, 867 ff. (2012) befürwortet allein eine regulatorische Verknüpfung der Bonushöhe mit bilanziellen Kenngrößen (*bonus cap*); *Bénabou/Tirole*, NBER Working Paper 2013, S. 22 ff. diskutieren Aspekte der Bonusbegrenzung sowie Besteuerung; *Acharya/Pagano/Volpin*, NBER Working Paper 2013, S. 39 f. befürworten eine Bonusbegrenzung; *Inderst/Pfeil*, 17 Rev. Fin. 1323, 1349 f. (2013) betonen Schwierigkeiten einer Bonusbesteuerung; *Bhagat/Bolton/Romano*, ECGI Working Paper 2014, S. 19 ff. befürworten die Vergütung in transferbeschränkten Eigenkapitaltiteln (*restricted equity*).

nanzinstituten verschiedener Sektoren [...] ähnliche Rechtsetzungsmaßnahmen folgen sollten“<sup>1095</sup>. Erst zu einem späteren Zeitpunkt fanden vergütungsbezogene Regulierungsanforderungen Eingang in den Gesetzgebungsprozess der AIFM-RL<sup>1096</sup>, deren Anhang II zunächst eine nahezu wortgleiche Übernahme der Vorgaben der CRD III-Vorgaben<sup>1097</sup> abbildete. Bedeutende Änderungen erfuhren die bankenrechtlichen Regulierungsvorgaben sodann bereits 2013 mit Verabschiedung der überarbeiteten Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD IV)<sup>1098</sup>, die insbesondere eine Begrenzung der Relation fixer zu variablen Vergütungen beinhaltete (sog. Bonus Cap)<sup>1099</sup>. Infolge der nationalen Umsetzung der CRD IV-Anforderungen<sup>1100</sup> wurden im Folgenden im Rahmen einer grundlegenden Überarbeitung der Institutsvergütungsverordnung die erforderlichen Änderungen zum 01.01.2014 vollzogen (InstitutsVergV 2014 bzw. InstitutsVergV a.F.)<sup>1101</sup> und

---

<sup>1095</sup> Europäische Kommission, Grünbuch Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik v. 02.06.2010, KOM(2010) 284 endg., S. 19. Ausdrücklich konsultiert wurden hingegen nur Fragen „zur Steigerung von Kohärenz und Wirksamkeit der EU-Maßnahmen in Bezug auf die Vergütung der Manager börsennotierter Gesellschaften“, Grünbuch, S. 20.

<sup>1096</sup> Vgl. noch den Entwurf der Kommission zur AIFM-RL v. 30.04.2009, KOM(2009)207 endg., der keinerlei vergütungsbezogene Anforderungen vorsah.

<sup>1097</sup> Vgl. Anhang I CRD III.

<sup>1098</sup> Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 26.06.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (CRD IV), ABl. EU L 176/338 v. 27.06.2013.

<sup>1099</sup> In Umsetzung von Art. 97 Abs. 1 lit. g) CRD IV bestimmt § 25a Abs. 5 S. 2 KWG i.V.m. § 6 Abs. 2 S. 1 InstitutsVergV n.F. für alle Institute und sämtliche deren Mitarbeiter, dass grundsätzlich die variable Vergütung 100 Prozent der fixen Vergütung des einzelnen Mitarbeiters oder Geschäftsleiters nicht übersteigen darf, vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 87 ff. Davon abweichend kann die zulässige Höchstgrenze auf 200 Prozent der Fixvergütung angehoben werden, sofern ein entsprechender Beschluss der Anteilseigner, Eigentümer, Mitglieder oder Träger des Instituts die besonderen Anforderungen gem. § 25a Abs. 5 S. 5–9 KWG erfüllt. Eine weitere Relativierung der verpflichtenden Obergrenze (de facto 250 Prozent) ergibt sich aus der Instituten eingeräumten Möglichkeit der Diskontierung zurückbehaltener variabler Vergütungen gem. § 25a Abs. 5 S. 3 KWG und § 6 Abs. 2 S. 3 InstitutsVergV n.F. i.V.m. EBA, Guidelines on the applicable notional discount rate for variable remuneration v. 27.03.2014, EBA/GL/2014/01; vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 99 ff.; *Löw/Glück*, NZA 2015, 137, 139 f.

<sup>1100</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRD IV-Umsetzungsgesetz) v. 28.08.2013, BGBl. I, S. 3395.

<sup>1101</sup> Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (Institutsvergütungsverordnung – InstitutsVergV) v. 16.12.2013, BGBl. I, S. 4270; siehe dazu BaFin, Auslegungshilfe zur Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten v. 01.01.2014 (nachfolgend: BaFin, Auslegungshilfe); vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 2 ff.

der Normenbestand erheblich erweitert<sup>1102</sup>. Auf europäischer Ebene lösten 2015 sodann überarbeitete Vergütungsleitlinien der EBA frühere Verlautbarungen des CEBS ab.<sup>1103</sup> Diese fanden schließlich Eingang in die zum 03.08.2017 erneut novellierte Institutsvergütungsverordnung (InstitutsVergV 2017 bzw. InstitutsVergV n.F.).<sup>1104</sup>

Eine weitere Erstreckung der unionsrechtlichen Vergütungsprinzipien auf Wertpapierfirmen, Wertpapierfonds und Versicherungen erfolgte in engem zeitlichem Zusammenhang. Vergütungsbezogene Vorgaben für Wertpapierfirmen<sup>1105</sup> – in nationaler Terminologie Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDU) i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG a.F. (§ 2 Abs. 10 WpHG n.F.) – existierten mit Blick auf aufsichtsrechtliche Vorgaben für sog. Zuwendungen<sup>1106</sup> zwar bereits seit Erlass der Finanzmarktrichtlinie (MiFID)<sup>1107</sup>. Erst die Verabschiedung der Vergütungsleitlinien der ESMA<sup>1108</sup> zur Konkretisierung dieser bereits bestehenden<sup>1109</sup> Richtlinienanforderungen bewog indes die BaFin im Jahre 2014 zur Veröffentlichung umfassender vergütungsbezogener Vorgaben für WpDU. Abwei-

---

<sup>1102</sup> Während die InstitutsVergV 2010 noch allein elf Paragraphen umfasste, enthält die InstitutsVergV 2014 ebenso wie die InstitutsVergV 2017 bereits 29.

<sup>1103</sup> Vgl. nach Konsultationsverfahren v. 04.03.2015 nun EBA, Final Report, Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and disclosure under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013, EBA/GL/2015/22 v. 21.12.2015. Die zum 01.01.2017 in Kraft getretenen Leitlinien enthalten u.a. modifizierte Vorgaben zu Verhältnismäßigkeitserwägungen und Rückforderungsvereinbarungen der Institute mit Risikoträgern (sog. Clawbacks).

<sup>1104</sup> Verordnung zur Änderung der Institutsvergütungsverordnung v. 25.07.2017, BGBl. I, S. 3042.

<sup>1105</sup> Der unionsrechtliche Begriff der Wertpapierfirma entstammt Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID.

<sup>1106</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung sog. Zuwendungen sogleich sub III. 1. c).

<sup>1107</sup> Vormals Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG, ABl. EG L 145/1 v. 30.04.2004 (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID); Neufassung durch die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU L 173/349 v. 12.06.2014 (MiFID II) in Verbindung mit der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU L 173/84 v. 12.06.2014 (*Markets in Financial Instruments Regulation*, MiFIR). Vgl. zur Entstehungsgeschichte F. Schäfer, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Vermögensverwaltung, § 3 Rn. 79 ff. Die Umsetzung dieser Vorgaben erfolgte durch zwei Umsetzungsakte, siehe Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte v. 30.06.2016, BGBl. I, S. 1514 (1. FiMaNoG) und Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte v. 23.06.2017, BGBl. I, S. 1693 (2. FiMaNoG).

<sup>1108</sup> ESMA, Guidelines Remuneration policies and practices (MiFID) v. 01.10.2013, ESMA/2013/606 bzw. ESMA, Leitlinien Vergütungsgrundsätze und -verfahren (MiFID) v. 03.06.2013, ESMA/2013/606 (nachfolgend: ESMA, MiFID Vergütungsleitlinien); siehe bereits ESMA, Final Report – Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID) v. 11.06.2013, ESMA/2013/606.

<sup>1109</sup> Die vorgenannten Leitlinien konkretisieren dabei die Vorgaben der ursprünglichen MiFID, d.h. stehen nicht in Zusammenhang mit der Richtliniennovelle MiFID II, vgl. Becker, BKR 2014, 151 Fn. 2.

chend von den für den Banken- bzw. Versicherungssektor auf Verordnungsebene normierten Anforderungen befinden sich die wertpapierhandelsrechtlichen Vorgaben indes innerhalb des MaComp-Rundschreibens<sup>1110</sup> auf Ebene einer bloßen Verwaltungsverlautbarung<sup>1111</sup> (Abschnitt BT 8 MaComp)<sup>1112</sup>. Demgegenüber nimmt § 63 Abs. 3 WpHG n.F. nun im Rahmen der Pflicht eines WpDU, im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln, ausdrücklich auch Mitarbeitervergütungen in Bezug.<sup>1113</sup>

Korrespondierend zu den Anforderungen für Verwalter alternativer Investmentfonds hielten die aufsichtsrechtlichen Vergütungsvorgaben sodann Einzug in den Wertpapierfondssektor. Im Rahmen der 2014 novellierten OGAW-Richtlinie (OGAW V)<sup>1114</sup> wurden die bereits in der AIFM-RL verankerten Vorgaben inhaltlich nahezu wortgleich in den Richtlinienentwurf übernommen (Artt. 14a, 14b OGAW-RL) und von der ESMA in weitgehendem Gleichlauf interpretiert.<sup>1115</sup> Eine im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zunächst diskutierte Erstreckung der erweiterten Anforderungen der CRD IV (sog. Bonus Cap) fand indes keinen Eingang in die OGAW-Richtlinie.<sup>1116</sup> Den vorerst letzten vergütungsbezogenen Gesetzgebungsakt bilden die zum 18.01.2015 in Kraft getretenen Anforderungen der Delegierten Verordnung zur Konkretisierung der Solvency II-

---

<sup>1110</sup> BaFin, Rundschreiben 4/2010 (WA), Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen v. 07.06.2010 i.d.F. v. 08.03.2017 (MaComp), Gz. WA 31-Wp 2002-2009/0010.

<sup>1111</sup> Vgl. *Birnbaum/Kütemeier*, WM 2011, 293, 294; eingehend *Niermann*, ZBB 2010, 400, 404 ff.

<sup>1112</sup> Vgl. *Becker*, BKR 2014, 151 ff.

<sup>1113</sup> Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat gem. § 63 Abs. 3 S. 1 WpHG n.F. (siehe Art. 24 Abs. 10 MiFID II) sicherzustellen, dass Mitarbeitervergütungen der Pflicht, im bestmöglichen Kundeninteresse zu handeln, nicht zuwiderlaufen. Insbesondere darf es gem. § 63 Abs. 3 S. 2 WpHG n.F. weder durch Vergütungsvereinbarungen noch durch Verkaufsziele oder in sonstiger Weise Anreize dafür setzen, einem Privatkunden ein den Kundenbedürfnissen nicht bestmöglich entsprechendes Produkt zu empfehlen, vgl. *F. Schäfer*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Vermögensverwaltung, § 3 Rn. 93.

<sup>1114</sup> Siehe zur Richtlinie 2014/91/EU (OGAW V) bereits oben sub I. 2. a).

<sup>1115</sup> Der Wortlaut der OGAW-Vergütungsleitlinien entspricht im weit überwiegenden Umfang dem der AIFM-VL, vgl. ESMA, Final Report – Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD v. 31.03.2016, ESMA/2016/411; zuvor ESMA, Consultation Paper – Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD v. 23.05.2015, ESMA/2015/1172, Annex IV – Draft guidelines, S. 54 ff.

<sup>1116</sup> Vgl. noch den am 03.07.2013 durch das Europäische Parlament nur knapp abgelehnten Entwurf einer Legislativen Entschließung des Europäischen Parlaments zu dem OGAW V-Richtlinienvorschlag der Kommission, Bericht des Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) v. 29.03.2013 (Berichterstatter: Sven Giegold), Gz. des Europäischen Parlaments A7-0125/2013.

Richtlinie,<sup>1117</sup> die nun in Zusammenschau mit Leitlinien der EIOPA zum Governance-System<sup>1118</sup> auch auf unionsrechtlicher Ebene einen weitgehenden Gleichlauf der Anforderungen an Versicherungen mit jenen an übrige Finanzmarktteilnehmer herstellen.

### 3. Bewertung und Zwischenergebnis

Im Zuge der normativen Evolution der Vergütungsgrundsätze ist im europäischen Finanzmarktregulierungsrecht ein sektorspezifisches Sonderrecht entstanden. Mit der Erstreckung der zunächst allein an Banken adressierten Grundsätze auf weitere Finanzmarktteilnehmer verfolgt der europäische Gesetzgeber ein von der Kommission postulierte Kohärenzgebot.<sup>1119</sup> Diese durch das Unionsrecht vollzogene Überführung der primär (bank-)kriseninduzierten Vergütungsgrundsätze in einen sämtliche Finanzmarktsegmente übergreifenden Regulierungsansatz folgt dabei jedoch keinem durch transnationale Prinzipien statuierten Regulierungsauftrag. Vielmehr ist der Rahmen der FSF- bzw. FSB-Prinzipien auf bedeutende Finanzinstitutionen beschränkt und hebt vornehmlich auf systemisch bedeutende Institute ab.<sup>1120</sup> Die Erstreckung der Vergütungsgrundsätze auf die Verwalter alternativer Investmentfonds beruhte mithin auf einer autonomen Entscheidung des europäischen Gesetzgebers. Für das Verhältnis dieser sektorspezifischen Regulierung zu vergütungsbezogenen Normen im allgemeinen Unternehmensrecht – und dort insbesondere im Recht der Vorstandsvergütung – ist eine „Schrittmacher-“ bzw. „Ausstrahlungswirkung“ des Aufsichtsrechts nicht auszumachen.<sup>1121</sup> Dies erhellt bereits der grundlegend divergierende Schutzzweck, der im Kontext der Finanzmarktregulierung die Begrenzung vergütungsinduzierter Risiken und nicht die Ange-

---

<sup>1117</sup> Siehe Art. 275 i.V.m. Art. 381 Delegierte Verordnung (EU) 2015/35 der Kommission v. 10.10.2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABl. EU L 12/1 v. 17.01.2015 (sog. Solvency II-Level 2-Verordnung).

<sup>1118</sup> EIOPA, Leitlinien zum Governance-System v. 31.10.2013, EIOPA-BoS-14/253 DE sub Abschnitt II.; kritisch *Dreher*, WM 2015, 649, 651, der eine „überschießende Wirkung“ der Leitlinien konstatiert.

<sup>1119</sup> Erklärtes Ziel ist, die Vergütungsgrundsätze auf sämtliche sog. „Finanzinstitute“ auszudehnen. Ausweislich Ziff. 2.1 Abs. 2 KOM Vergütungsempfehlung sollen als solche neben Kreditinstituten, Wertpapierfirmen sowie Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen auch Pensionsfonds und Organismen für gemeinsame Anlagen erfasst werden.

<sup>1120</sup> Vgl. die Vorbemerkung zu den FSF-Prinzipien, S. 1 („are intended to apply to significant financial institutions, but they are especially critical for large, systemically important firms“).

<sup>1121</sup> Vgl. in Bezug auf Vergütungssysteme *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 72 ff.; allgemeiner *Leyens/Schmidt*, AG 2013, 533 ff.; gegen eine Ausstrahlungswirkung kapitalanlagerechtlicher Anforderungen an die InvKG auf die Publikums-KG *Casper*, ZHR 179 (2015), 44, 77 f.

messenheit der Vergütungshöhe verfolgt.<sup>1122</sup> Angesichts dieser unterschiedlichen Interessenlagen erscheint es auch *de lege ferenda* nicht angezeigt, aufsichtsrechtliche Wertungen und Mechanismen in das aktienrechtliche Vergütungsregime zu integrieren.

### III. Vergütungssysteme in Kapitalverwaltungsgesellschaften

Vergütungsvorgaben bilden ein zentrales Element des kapitalanlagerechtlichen Regulierungsgefüges. Sie umfassen zum einen vergütungsbezogene Offenlegungspflichten, die auf eine verbesserte Vergütungstransparenz sowohl vor dem Beitritt des Anlegers als auch während der Beteiligungsdauer zielen. Zum anderen beinhalten sie dem Bankenaufsichtsrecht entnommene Anforderungen an Mitarbeitervergütungen, die auf eine langfristige Risikoorientierung variabler Vergütungen verfolgen.

#### 1. Vergütungsbezogener Regulierungsrahmen des Kapitalanlagerechts

##### a) Kapitalanlagerechtliche Verhaltens- und Organisationsanforderungen

Die Vergütungsvorgaben der AIFM-RL sind in den aufsichtsrechtlichen Verhaltens- und Organisationsanforderungen an KVGs zu verorten, die als sektorspezifisches Sonderrecht das Handeln und die Organisationsstruktur der Regulierungsobjekte prägen.<sup>1123</sup> Konkret handelt es sich bei den kapitalanlagerechtlichen Normen um einen Bestandteil der Verhaltens- und Organisationspflichten<sup>1124</sup> für das Risikomanagement und die Compliance.<sup>1125</sup> Diese Pflichten ergeben sich – der allgemeinen Regelungstechnik folgend – aus einem Zusammenspiel von KAGB (§§ 26–38) und AIFM-DV (Artt. 38–66).<sup>1126</sup> Ihr Pflichtenkanon umfasst neben allgemeinen Wohlverhaltenspflichten (§ 26

---

<sup>1122</sup> Vgl. *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 73 f.

<sup>1123</sup> Vgl. für den Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor *Weber-Rey*, ZGR 2010, 543, 570 ff.

<sup>1124</sup> Bezogen auf den Inlandssachverhalt einer zulassungspflichtigen AIF-KVG sind der Aufsicht zunächst im Rahmen des Erlaubnisverfahrens gem. § 22 Abs. 1 Nr. 7 KAGB unter Vorlage eines Geschäftsplans die Organisationsstruktur der Gesellschaft darzulegen und Angaben darüber zu machen, wie die AIF-KVG den Pflichten des KAGB nachkommen will, vgl. BaFin, Merkblatt Erlaubnisverfahren sub A) Ziff. 7. Darüber hinaus hat die BaFin die Kompetenz inne, anlassbezogen Auskünfte zu verlangen (§ 14 S. 1 KAGB) sowie Sonderprüfungen durchzuführen (§ 14 S. 2 KAGB); das aufsichtliche Verfahren dieses Auskunfts- und Prüfungsrechts richtet sich gem. § 14 KAGB nach den Vorgaben der §§ 44 und 44b KWG; vgl. *Baur/Tappen-Schneider*, § 14 Rn. 5 ff.

<sup>1125</sup> Vgl. zu beiden Aspekten *Kort/Lehmann*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 197 ff.; *Kort*, AG 2013, 582 ff.; zu Anforderungen an das Risikomanagement *Timmerbeil/Spachmüller*, DB 2012, 1425 ff.; *Sprengnether/Wächter*, WM 2014, 877 ff.; zu Compliance-Anforderungen *Klebeck/Zollinger*, BB 2013, 459 ff.

<sup>1126</sup> Für die Verwaltung von OGAW und Publikums-AIF werden die Normen ergänzt durch die Verord-

KAGB) und Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten (§ 27 KAGB)<sup>1127</sup> insbesondere die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation<sup>1128</sup> (vulgo: Compliance)<sup>1129</sup>, als deren Bestandteil ein angemessenes Risikomanagement anzusehen ist<sup>1130</sup>.

Das Erfordernis einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation wird zunächst gem. § 28 Abs. 1 S. 2 KAGB sowie für AIF-KVGen durch § 28 Abs. 3 KAGB i.V.m. Artt. 55 ff. AIFM-DV näher konkretisiert. Dabei können Compliancevorgaben in materielle und funktionale Anforderungen unterschieden werden, bei deren Anwendung der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz Berücksichtigung findet. Während etwa zur Vermeidung von Interessenkonflikten die Anforderungen zu Mitarbeitergeschäften<sup>1131</sup> stets zu beachten sind, sind Art und Umfang einer unternehmensinternen<sup>1132</sup> Compliance-Funktion nach Angemessenheitserwägungen zu bestimmen<sup>1133</sup>. Von Relevanz ist die – unter bestimmten Voraussetzungen sogar strafrechtliche Garantienpflichten begründende<sup>1134</sup> – Compliance-Funktion im Kontext von Vergütungsaspekten insbesondere in ihrer die Vergü-

---

nung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch v. 16.07.2013 (Kapitalanlage-Verhaltens- und -Organisationsverordnung, KAVerOV), BGBl. I, S. 2460; siehe § 26 Abs. 8 S. 1 KAGB i.V.m. § 1 Abs. 1 KAVerOV.

<sup>1127</sup> Siehe zu vergütungsbezogenen Anforderungen der §§ 26, 27 KAGB sogleich sub c) bb).

<sup>1128</sup> § 28 Abs. 1 S. 1 KAGB (vgl. auch Artt. 57–66 AIFM-DV).

<sup>1129</sup> Unter dem Begriff der Compliance wird gemeinhin das Verhalten eines Unternehmens in Übereinstimmung mit dem geltenden Recht verstanden, vgl. zu Begriff und Bedeutung im Wertpapierhandelsrecht *Faust*, in: Bankrechts-Handbuch, § 109 Rn. 1 ff. Compliance-Vorgaben enthalten neben § 33 WpHG a.F. (§ 80 WpHG n.F.) i.V.m. § 12 WpDVerOV a.F. auch die kreditwesen- und versicherungsaufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen gem. § 25a KWG und § 64a VAG.

<sup>1130</sup> Dieses Verständnis folgt aus § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB sowie Art. 60 Abs. 2 lit. g) AIFM-DV.

<sup>1131</sup> § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 KAGB i.V.m. Art. 63 AIFM-DV; vgl. Baur/Tappen-Steffen, § 28 Rn. 36 ff.

<sup>1132</sup> Vgl. zur Frage, ob eine Übertragung von Compliance-Funktionen auf externe Compliance-Beauftragte als – besonderen Anforderungen unterliegende – Auslagerung des Risikomanagements einzuordnen ist, verneinend *Klebeck/Zollinger*, BB 2013, 459, 464.

<sup>1133</sup> Siehe § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 i.V.m. Art. 22 AIFM-DV (sowie ggfs. § 4 KAVerOV) zu den erforderlichen personellen und technischen Ressourcen; vgl. Baur/Tappen-Steffen, § 28 Rn. 34 f.; siehe § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 7 KAGB i.V.m. Artt. 61 f. AIFM-DV und KAMaRisk sub Ziff. 4 Tz. 3 zu angemessenen Kontrollverfahren; vgl. dazu Baur/Tappen-Steffen, § 28 Rn. 49 ff.; *Kort/Lehmann*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 212 ff. Somit ist in Abhängigkeit von Proportionalitätserwägungen etwa bei kleineren AIFM mit geringen Gefahren von Interessenkonflikten nicht zwingend ein isolierter Compliance-Beauftragter zu bestellen, ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, S. 104 Rn. 13; in Anlehnung an Überlegungen i.R.d. MiFID-Compliance-Funktion soll eine organisatorische Anbindung an die Rechtsabteilung eines AIFM zulässig sein, *Klebeck/Zollinger*, BB 2013, 459, 461; vgl. *Faust*, in: Bankrechts-Handbuch, § 109 Rn. 112a.

<sup>1134</sup> Siehe BGH, Urt. v. 17.07.2009 – 5 StR 394/08, NJW 2009, 1882; vgl. im Kontext des KAGB *Klebeck/Loff*, DB 2014, 2635, 2639.

tungspolitik betreffenden Kontrollfunktion<sup>1135</sup> sowie für den Umgang mit Interessenkonflikten<sup>1136</sup>.

Ein für die Ausrichtung von Vergütungsanreizen bedeutsames Element der kapitalanlagerechtlichen Compliance ist die Beachtung von Risikomanagementvorschriften, da Vergütungsregulierungsvorgaben auf diese vielfach Bezug nehmen (vgl. § 37 Abs. 1 Nr. 1 KAGB).<sup>1137</sup> Auch innerhalb dieses Normengefüges kann zwischen materiellen und funktionalen Vorgaben differenziert werden. In materieller Hinsicht enthält das Kapitalanlageaufsichtsrecht vielfältige produktbezogene Risikogrenzen, welche die Anlagepolitik eines AIF etwa durch Vorgaben für die Risikodiversifikation oder den Einsatz von Leverage beschränken.<sup>1138</sup> Aus funktionaler Perspektive erfordert § 29 Abs. 1 S. 1 KAGB grundsätzlich die Einrichtung einer dauerhaften und von operativen Bereichen getrennten „Risikocontrolling-Funktion“<sup>1139</sup>, sofern dies unter Berücksichtigung der Risikoprofile der KVG bzw. der von ihr verwalteten AIF verhältnismäßig ist (vgl. § 29 Abs. 1 S. 2 und S. 3 KAGB)<sup>1140</sup>.

Um die wesentlichen Risiken der Investmentvermögen jederzeit erfassen, messen, steuern und überwachen zu können muss die KVG zudem gem. § 29 Abs. 2 S. 1 KAGB

---

<sup>1135</sup> Siehe zu der fortlaufenden internen Vergütungskontrolle unten sub 3. b).

<sup>1136</sup> Siehe zur aufsichtsrechtlichen Einordnung sog. Zuwendungen sogleich sub c) bb).

<sup>1137</sup> Allgemeine Vorgaben für das Risikomanagement in Aktiengesellschaften enthält § 91 Abs. 2 AktG (siehe auch die innerhalb des Lageberichts zu veröffentlichenden Risikoangaben gem. § 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB); vgl. MünchKommAktG-*Spindler*, § 91 Rn. 15 ff. Umfangreiche Anforderungen an das Risikomanagement bestehen insbesondere für das Bank- und Versicherungswesen, vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-*Braun* § 25a KWG Rn. 93 ff. Anders als in diesen Finanzmarktsektoren ist ein unzureichendes Risikomanagement einer KVG jedoch nicht strafbewehrt. Vgl. die zum 01.01.2014 in Kraft getretenen Straftatbestände gem. § 54a Abs. 1 KWG und § 142 Abs. 1 VAG, eingeführt durch das Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen v. 07.08.2013, BGBl. I, S. 3090 (sog. Trennbankengesetz).

<sup>1138</sup> Vgl. §§ 214, 243 und 262 KAGB für Anforderungen an die Risikomischung in Publikums-AIF.

<sup>1139</sup> Die Anforderungen an die funktionale und hierarchische Trennung ergeben sich näher aus Art. 42 AIFM-DV; vgl. *Timmerbeil/Spachmüller*, DB 2012, 1425 f.

<sup>1140</sup> Auch sofern die KVG unter Berücksichtigung der Art, des Umfangs und der Komplexität ihrer Geschäfte und der von ihr verwalteten Investmentvermögen die Einrichtung einer hierarchisch und funktionell unabhängigen Risikocontrolling-Funktion als unverhältnismäßig erachtet, ist sie gem. § 29 Abs. 1 S. 3 KAGB verpflichtet zu dokumentieren, dass besondere Schutzvorkehrungen gegen Interessenkonflikte (vgl. Art. 43 AIFM-DV) ein unabhängiges Risikocontrolling ermöglichen und ein wirksamer Risikomanagementprozess den Anforderungen des § 29 KAGB genügt. Ein geringer Personalumfang der KVG – wie oft in Private Equity-Fonds – soll ein Absehen von einer Funktionstrennung nicht rechtfertigen, *Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda*, § 29 Rn. 19 f.

über ein angemessenes Risikomanagementsystem<sup>1141</sup> verfügen, dessen nähere Anforderungen durch § 29 Abs. 3–5 KAGB und die Artt. 38–45 sowie 50–56 AIFM-DV näher konkretisiert werden. Wesentliche Bestandteile dieser innerhalb jeder KVG verpflichtend zu implementierenden Verfahren sind neben der bei Anlagegeschäften erforderlichen Beachtung eines angemessenen Sorgfaltsprüfungsprozesses (vulgo: Due Diligence)<sup>1142</sup> sowie der Festlegung eines Höchstmaßes an Leverage<sup>1143</sup> insbesondere die Steuerung der zentralen Risikofaktoren wie etwa Markt-, Kredit-, Liquiditäts-, Kontrahenten- und operationellen Risiken<sup>1144</sup>.

Eine regulierungskonforme Umsetzung dieser Vorgaben erscheint in illiquiden Anlagestrategien angesichts der eingeschränkten Anwendbarkeit kapitalmarktbasierter Risikosteuerungsinstrumente schwierig.<sup>1145</sup> Auch eine funktional isolierte Risikocontrollingfunktion existierte in Private Equity-Fonds bislang eher selten, in denen die Risikosteuerung als integraler Bestandteil des Portfoliomanagements betrachtet wurde.<sup>1146</sup> Nach dem Wortlaut gem. § 29 Abs. 1 S. 2 und S. 3 KAGB sind bei der Normanwendung jedoch Verhältnismäßigkeitserwägungen Rechnung zu tragen, indem Art, Umfang und Komplexität der Geschäfte zu berücksichtigen sind; eine funktionale Trennung ist daher insbesondere in kleineren und einfach gelagerten Verwaltungsstrukturen grundsätzlich nicht erforderlich. Ferner ist den Besonderheiten illiquider Anlagestrategien Rechnung zu tragen, indem die Anforderungen an die Risikoquantifizierung und -modellierung kohärent zu den jeweils anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen zu bestimmen sind;

---

<sup>1141</sup> Siehe die Definition gem. Art. 38 AIFM-DV; vgl. auch § 5 Abs. 1 KAVerOV, der umfänglich auf die Vorgaben der AIFM-DV verweist.

<sup>1142</sup> Vgl. § 29 Abs. 3 Nr. 1 KAGB i.V.m. Artt. 18, 19 AIFM-DV; näher dazu Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 29 Rn. 12 ff.; *Timmerbeil/Spachmüller*, DB 2012, 1425, 1427.

<sup>1143</sup> Vgl. § 29 Abs. 4 Nr. 1 KAGB. Leverage wird gem. § 1 Abs. 19 Nr. 25 S. 1 KAGB legaldefiniert als „jede Methode, mit der die Verwaltungsgesellschaft den Investitionsgrad eines von ihr verwalteten Investmentvermögens durch Kreditaufnahme, Wertpapier-Darlehen, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen oder auf andere Weise erhöht“. Die Methoden der Berechnung von Leverage bestimmen sich näher nach Artt. 6–11 AIFM-DV.

<sup>1144</sup> Vgl. Art. 44 AIFM-DV; Baur/Tappen-Josek/Steffen, § 29 Rn. 34 f. unter Verweis auf § 5 Abs. 3 KAVerOV; diese Risikofaktoren sind insbesondere Gegenstand aufsichtsrechtlicher Meldepflichten (vgl. § 35 Abs. 2 KAGB).

<sup>1145</sup> Vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 29 Rn. 6.

<sup>1146</sup> Wenngleich damit die dezidierte Position eines Risikomanagers unüblich ist, obliegen in größeren Private Equity-Verwaltungsgesellschaften bestimmte Aspekte des Risikomanagements dem *Chief Investment Officer* (CIO), der etwa die Portfoliodiversifikation steuert, bzw. dem *Chief Financial Officer* (CFO), der die Finanzsituation von Portfoliounternehmen überwacht, vgl. *Theiler*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 361.

Controllinginstrumente, die auf Ertrags- und Verschuldungskennziffern beruhen, sind demnach grundsätzlich als aufsichtsrechtlich ausreichend zu bewerten.<sup>1147</sup>

b) Vergütungsbezogene Regulierungsanforderungen an eine AIF-KVG

aa) Aufsichtsrechtliche Vorgaben für Vergütungssysteme

Die Verhaltens- und Organisationsanforderungen an AIF-KVGs werden um ein umfassendes vergütungsbezogenes Regulierungskonzept komplettiert.<sup>1148</sup> In weitgehendem Gleichlauf zu anderen aufsichtsrechtlichen Regulierungsregimen sind diese ebenfalls umfassenden Vorgaben für die Ausgestaltung ihres Vergütungssystems unterworfen. Der zugrunde liegende unionsrechtliche Normenkanon – auf den § 37 Abs. 2 KAGB verweist – ist in Anhang II AIFM-RL verankert und wird eingehend durch „Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD“ der ESMA (nachfolgend: AIFM-Vergütungsleitlinien, AIFM-VL) interpretiert.<sup>1149</sup> Von der Ermächtigungsgrundlage für den Erlass einer konkretisierenden Rechtsverordnung (§ 37 Abs. 3 KAGB)<sup>1150</sup> hat der nationale Verordnungsgeber bislang nicht Gebrauch gemacht und vielmehr die entsprechende Anwendung der ESMA-Leitlinien erklärt<sup>1151</sup>. Handelt es sich bei einer AIF-KVG um eine Tochtergesellschaft eines Instituts<sup>1152</sup> oder eines Versicherungsunternehmens (sog. Gruppenlage), erbringt sie Wertpapierdienstleistungen oder lagert sie Vermögensverwaltungsfunktionen an Dritte aus, kommt darüber hinaus eine ergänzende oder überlagernde Anwendung weiterer Vergütungsregulierungsre-

---

<sup>1147</sup> Siehe zu Risikosteuerungsinstrumenten in Private Equity-Fonds oben Kapitel 2 sub I. 1. b) dd).

<sup>1148</sup> Vgl. eingehend Moritz/Klebeck/Jesch-Rieble, § 37 Rn. 1 ff.; kursorisch Insam/Heisterhagen/Hinrichs, DStR 2014, 913 ff.; Boxberger/Klebeck, BKR 2013, 441 ff.; Volhard/Kruschke, DB 2011, 2645 ff.; Klebeck/Boxberger, GWR 2014, 253 ff. (zu OGAW V).

<sup>1149</sup> ESMA, Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD v. 03.07.2013, ESMA/2013/232 (dt. Fassung); siehe auch bereits ESMA, Final Report – Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD v. 11.02.2013, ESMA/2013/201. Das Mandat der ESMA für Leitlinien in Bezug auf die Vergütungspolitik folgt aus Art. 13 Abs. 2 i.V.m. Erwgr. 27 AIFM-RL.

<sup>1150</sup> § 37 Abs. 3 S. 1 KAGB ermächtigt das BMF, durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen über die Ausgestaltung, Überwachung und Offenlegung von Vergütungssystemen und -bestandteilen zu erlassen; die Verordnungsbefugnis kann gem. § 37 Abs. 3 S. 4 KAGB auf die BaFin übertragen werden.

<sup>1151</sup> BaFin, Schreiben zur Anwendung der „Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der OGAW-Richtlinie und der AIFMD“ von ESMA v. 22.07.2013 i.d.F. v. 01.11.2016, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0037.

<sup>1152</sup> Gemäß § 1 Abs. 1 S. 1 InstitutsVergV n.F. (a.F.) gelten die kreditwesenrechtlichen Vorgaben für alle Institute gem. § 1 Abs. 1b KWG (Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute) und § 53 Abs. 1 KWG (Zweigstellen von Auslandsinstituten), auf die § 25a KWG anzuwenden ist; vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 1 InstitutsVergV Rn. 1 ff.

gime<sup>1153</sup> in Betracht. Bedeutung kommt einer Abgrenzung der kapitalanlagerechtlichen Vorgaben zu den kreditwesen-, versicherungsaufsichts- sowie wertpapierhandelsrechtlichen Vergütungsanforderungen dabei auch vor dem Hintergrund möglicher Regulierungsarbitrage zu.<sup>1154</sup>

#### bb) Regulierung der Angemessenheit von Vergütungen

Innerhalb dieses unionsrechtlichen Normengefüges sticht eine ubiquitäre Bezugnahme auf vergütungsinduzierte Risiken als normatives Leitmotiv<sup>1155</sup> hervor, wohingegen das Kriterium der Angemessenheit weitgehend unberücksichtigt bleibt. Das Erfordernis „angemessener Gebührenstrukturen“ gem. § 26 Abs. 5 KAGB<sup>1156</sup> sowie die Anwendung des Angemessenheitskriteriums durch den Verweis auf aktienrechtliche Vorschriften<sup>1157</sup> bzw. nach steuerrechtlichen Grundsätzen<sup>1158</sup> stellt sich vielmehr als nationale Sonderregelung dar.<sup>1159</sup>

Zwar adressiert auch das Unionsrecht in Art. 17 Abs. 2 AIFM-DV abstrakt die Gebührenhöhe, indem AIFM darauf verpflichtet werden sicherzustellen, „dass den von ihnen

---

<sup>1153</sup> Siehe zu diesen weiteren europäischen Vergütungsregulierungsregimen bereits oben sub II. 2. b).

<sup>1154</sup> Siehe zu praxisrelevanten Fällen bei der Abgrenzung des Anwendungsbereichs sogleich sub 2. a).

<sup>1155</sup> Vgl. § 37 Abs. 1 Nr. 1 KAGB, wonach von einer AIF-KVG ein Vergütungssystem festzulegen ist, „das mit einem soliden und wirksamen Risikomanagementsystem vereinbar und diesem förderlich ist und keine Anreize setzt zur Eingehung von Risiken, die nicht mit dem Risikoprofil [...] der von ihnen verwalteten Investmentvermögen vereinbar sind.“ Der Wortlaut der Norm beschränkt sich weitgehend auf die Wiedergabe des Wortlauts von Anhang II Abs. 1 lit. a) AIFM-RL.

<sup>1156</sup> So fordert § 26 Abs. 5 KAGB über Art. 12 Abs. 1 AIFM-RL hinausgehend, dass eine KVG über geeignete Verfahren verfügen muss, um eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen durch unangemessene Kosten, Gebühren und Praktiken zu vermeiden; vgl. Baur/Tappen-*Steffen*, § 26 Rn. 86 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders-*Swoboda*, § 26 Rn. 35 f.; zur nahezu gleichlautenden Vorgängernorm § 9 Abs. 3 S. 2 InvG Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-*Steck*, § 9 Rn. 80 ff.

<sup>1157</sup> Zum einen sind aktienrechtliche Vorschriften über die Vorstands- und Aufsichtsratsvergütung (vgl. §§ 87, 113 AktG) bereits dann anwendbar, wenn es sich bei der KVG um eine – ggfs. börsennotierte – Aktiengesellschaft handelt. Zum anderen finden auch für die obligatorischen Aufsichtsgremien externer KVGen in der Rechtsform der GmbH bzw. GmbH & Co. KG (obligatorischer Aufsichts- oder Beirat, vgl. § 18 Abs. 2 S. 2 und S. 3 KAGB) vergütungsbezogene Vorgaben über die Verweisnormen gem. §§ 18 Abs. 2 S. 3 bzw. S. 4 KAGB auf die Vorgaben des § 113 AktG Anwendung. Gemäß § 113 Abs. 1 S. 3 AktG „soll“ die Vergütung eines die Vergütung eines Aufsichtsratsmitglieds „in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben der Aufsichtsratsmitglieder und zur Lage der Gesellschaft stehen.“

<sup>1158</sup> Vgl. zu der Frage, ob die Beteiligung einer steuerbegünstigten Stiftung an alternativen Investmentfonds aufgrund der Gebührenhöhe das Gebot der Selbstlosigkeit (§ 55 Abs. 1 Nr. 3 AO) verletzt, indem sie eine andere Person durch unverhältnismäßig hohe Vergütungen begünstigt *Söffing/Blusz*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Vermögensverwaltung, § 14 Rn. 59 f.

<sup>1159</sup> Konkrete Kriterien zur Definition der Angemessenheit eines Vergütungssystems enthält § 5 InstitutsVergV n.F. (a.F.); vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 74 ff.; zur Vorgängerregelung gem. § 3 InstitutsVergV 2010 bereits *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 83 ff.

verwalteten AIF oder den Anlegern dieser AIF keine überzogenen Kosten in Rechnung gestellt werden.“<sup>1160</sup> Eine kontrastierende Gegenüberstellung beider Kriterien („angemessen“ bzw. „überzogen“) lässt aber eine Verengung des nationalen Wortlauts gegenüber den insoweit schweigenden Richtlinienvorgaben erkennen.<sup>1161</sup> Vor dem Hintergrund des vollharmonisierenden Regelungscharakters der AIFM-RL stellt dies eine unionsrechtlich bedenkliche inhaltliche Übererfüllung<sup>1162</sup> der Richtlinienvorgaben dar. Im Rahmen von Gebührenvereinbarungen in Spezial-AIF, deren Anleger über hinreichende – jedenfalls der Aufsicht mutmaßlich zumindest gleichwertige – Kompetenzen zur Beurteilung von Kostenbelastungen verfügen, ist das Erfordernis angemessener Gebühren gem. § 26 Abs. 5 KAGB daher unionsrechtskonform auf eine „Überzogenheit“ gem. Art. 17 Abs. 2 AIFM-DV zu reduzieren.

Diese Anforderung ist dem Normzweck und der Regelungssystematik entsprechend sowie im Einklang mit anderen, gleichermaßen verbindlichen Sprachfassungen<sup>1163</sup> und Empfehlungen internationaler Standardsetzer<sup>1164</sup> auszulegen. Verhindert werden sollen Gebühren- bzw. Kostenbelastungen der Anleger, die den vertraglichen Vergütungsvereinbarung zuwiderlaufen, indem der Fondsmanager entweder durch eigenen Opportunismus entgegen den Anlegerinteressen (§ 26 Abs. 1 KAGB) vertragswidrige Gebühren vereinnahmt oder Dritten unter Inkaufnahme von Interessenkonflikten (vgl. Art. 24 AIFM-DV, § 27 KAGB) unzulässige Gebühren<sup>1165</sup> zufließen lässt. Dieses Verständnis findet ferner im englischen bzw. französischen Verordnungswortlaut des Art. 17 Abs. 2

---

<sup>1160</sup> Vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 35 f.

<sup>1161</sup> Vgl. zum Kriterium der Angemessenheit im Rahmen der Vergütungsregulierung allein Anhang II Abs. 1 lit. j) AIFM-RL (angemessenes Verhältnis zwischen festen und variablen Bestandteilen).

<sup>1162</sup> Vgl. zur sog. inhaltlichen Übererfüllung, die von der sog. überschießenden Umsetzung von Richtlinienanforderungen abzugrenzen ist, *Habersack/Mayer*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, S. 425 ff.

<sup>1163</sup> Eine Gleichberechtigung aller 24 Sprachen der Mitgliedstaaten ist sowohl auf Ebene des Primärrechts (Vertragssprachen, Art. 55 EUV) als auch auf Ebene des Sekundärrechts (Amts- und Arbeitssprachen, Art. 342 AEUV i.V.m. Artt. 1 und 4 der Verordnung Nr. 1 zur Regelung der Sprachenfrage für die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, ABl. EWG L 17/385 v. 06.10.1985) gewährleistet. Bei Textdivergenzen ist im Einklang mit der ständigen Rechtsprechung des EuGH durch eine systematische und teleologische Auslegung der unterschiedlichen Sprachversionen ein autonomer und einheitlicher unionsrechtlicher Rechtsbegriff zu bilden; vgl. *Calliess/Ruffert-Ruffert/Wichard*, Art. 342 AEUV Rn. 16 f.; *Streinz-Herrmann*, Art. 342 AEUV Rn. 35.

<sup>1164</sup> Vgl. IOSCO, Fees and Expenses Report 2004, S. 1 (“*As a general rule, regulators do not dictate the levels of fees and expenses; the focus of regulatory approaches has been to promote a competitive and informed market, which will then ensure that fees and expenses are understood [...]*”); IOSCO, Fees and Expenses Report 2015, S. 23.

<sup>1165</sup> Siehe zur Einordnung sog. Drittzuwendungen sogleich sub c) bb).

AIFM-DV („*undue costs*“ bzw. „*coûts injustifiés*“) <sup>1166</sup> Rückhalt. Dieser erfasst vielmehr allein „unzulässige“, „unbegründete“ bzw. „ungerechtfertigte“ Kosten und lässt demnach eine formale Rechtfertigung der Kosten genügen. Ferner ist ein gesetzgeberischer Wille zur Beschränkung der privatautonomen Gestaltungsfreiheit über die Gebührendhöhe auch den unionsrechtlichen Gesetzgebungsmaterialien nicht zu entnehmen, sodass der Wortlaut der Vorschriften in Übereinstimmung mit den Erwägungen zu ihren transnationalen Vorgaben restriktiv zu interpretieren ist. <sup>1167</sup> Rechtsvergleichend lässt auch eine Betrachtung der US-amerikanischen Haftungsjudikatur zur Angemessenheit von Verwaltungsvergütungen in Kapitalanlagestrukturen keine tragfähigen Argumente für eine materielle Angemessenheitskontrolle erkennen. <sup>1168</sup> Zunächst bezieht sich diese allein auf traditionelle, nicht aber alternative Investmentfonds. Vor allem aber fußt sie auf der Annahme einer Disparität der Verhandlungsmacht zwischen den Parteien, wie sie zwar im Kontext von Publikumsfonds, nicht aber in der vorliegend betrachteten Vertragssituation zwischen Fondsmanagern und institutionellen Anlegern zu Tage tritt.

Jeder Vergütung, die auf Grundlage einer hinreichend bestimmten privatrechtlichen Vergütungsvereinbarung zwischen einem (semi-)professionellen Anleger und einer AIF-KVG gewährt wird, kommt damit eine Richtigkeitsgewähr für die als „Überzogenheit“ zu verstehende „Angemessenheit“ i.S.d. § 26 Abs. 5 KAGB zu. <sup>1169</sup> Als unangemessen können demnach nur solche Vergütungen gelten, deren Berechnungsparameter in der Fondsdokumentation nicht hinreichend präzise definiert sind. Etwas anderes ergibt sich

---

<sup>1166</sup> Im englischen Verordnungswortlaut heißt es: „*AIFMs shall ensure that the AIFs they manage or the investors in these AIFs are not charged undue costs*“. Der französische Wortlaut fordert: „*Les gestionnaires font en sorte que les FIA [Anm.: Fonds d'Investissement Alternatifs] qu'ils gèrent ou les investisseurs de ces FIA n'aient pas à payer des coûts injustifiés*.“ Hätte der europäische Verordnungsgeber demgegenüber i.R.d. Art. 17 Abs. 2 AIFM-DV eine materielle Angemessenheitskontrolle verfolgen wollen, wäre die Verwendung anderslautender Rechtstermini naheliegender erschienen (z.B. *unreasonable* oder *disproportionate costs* bzw. *coûts déraisonnables* oder *disproportionnés*).

<sup>1167</sup> Vgl. bereits FSF-Prinzipien, S. 1 („*[The Principles] are not intended to prescribe particular designs or levels of individual compensation*.“).

<sup>1168</sup> Die Klagebegründungen heben auf eine Unverhältnismäßigkeit der Vergütungshöhe ab, die nach der Haftungsjudikatur des US Supreme Court eine Disparität der Verhandlungsmacht voraussetzt: „*to face liability under § 36(b) [Anm.: des Investment Company Act of 1940], an investment adviser must charge a fee that is so disproportionately large that it bears no reasonable relationship to the services rendered and could not have been the product of arm's-length bargaining*“, Jones v. Harris Associates., L.P., 559 U.S. 335, 345-46 (2010). Vgl. zu der Entscheidung und ihren Grundlagen Henderson, 77 U. Chi L. Rev. 1027, 1031 ff. (2010) m.w.N.

<sup>1169</sup> So wohl auch Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 36.

schließlich auch nicht für besonders hohe Vergütungen<sup>1170</sup> aus dem Maßstab der Inhaltskontrolle gem. § 307 BGB<sup>1171</sup> oder dem Tatbestand des Wuchers gem. § 138 Abs. 2 BGB<sup>1172</sup>, da es sich bei den Vorgaben gem. §§ 26 Abs. 5 KAGB i.V.m. Art. 17 AIFM-DV um eine aufgrund ihres Detailgrades abschließende Sonderregelung handelt. Eine materielle, quantitative Angemessenheitskontrolle der Vergütungshöhe findet demnach weder auf Ebene des AIF noch innerhalb der AIF-KVG Anwendung. Entscheidender Bewertungsmaßstab für die aufsichtsrechtliche Zulässigkeit von Vergütungen sind vielmehr das qualitative Kriterium des Interessenkonflikts und die Beachtung spezifischer, strukturbezogener Regulierungsanforderungen.

#### cc) Vergütungsbezogene Dokumentationspflichten in Spezial-AIF

Die mit der Einführung des KAGB einhergehende aufsichtsrechtliche Prägung der Privatrechtsbeziehung zwischen professionellen Anlegern und Verwaltungsgesellschaft tritt besonders in vergütungsbezogenen Dokumentationspflichten zutage. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund nationaler Administrativverlautbarungen zu Kostenklauseln in Publikumsinvestmentvermögen.<sup>1173</sup> Gestützt auf abstrakte gesetzliche Vorgaben zu vergütungsbezogenen Informationspflichten und das Erfordernis angemessener Kosten, Gebühren und Praktiken<sup>1174</sup> schafft die norminterpretierende Administrative durch die Bekanntmachung von Mustervereinbarungen faktische Standards<sup>1175</sup>. Zwar finden diese Vorgaben für Spezial-AIF – zumal mangels vertriebsbezogener Genehmigungspflicht – keine unmittelbare Anwendung, jedoch können sie eine Indizwirkung entfalten.

---

<sup>1170</sup> Siehe exemplarisch zu hohen Vergütungsvereinbarungen in Hedgefonds Kapitel 1 sub II. 2. a).

<sup>1171</sup> Siehe zur Anwendbarkeit des AGB-Rechts auf Vergütungsvereinbarungen sogleich sub cc).

<sup>1172</sup> Vgl. zum Konkurrenzverhältnis zwischen AGB-Recht und § 138 BGB MünchKommBGB-Armbrüster, § 138 Rn. 5.

<sup>1173</sup> Vgl. BaFin, Musterbausteine für Kostenklauseln geschlossener Publikumsinvestmentvermögen v. 30.09.2014, Gz. WA 41-Wp-2137-2013/0026 (nachfolgend: BaFin, Musterkostenklauseln 2014); BaFin, Baustein Kosten für Sondervermögen v. 04.09.2012, o. Gz. (nachfolgend: BaFin, Musterkostenklauseln 2012).

<sup>1174</sup> Vgl. BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 1; zur Zulässigkeit von Erfolgsbeteiligungen in Publikumsfonds aus rechtsvergleichender Perspektive *Zetzsche*, Prinzipien, S. 709 f.

<sup>1175</sup> Ausweislich der Vorbemerkung zur den Musterbausteinen für Kostenklauseln geschlossener Publikumsinvestmentvermögen „verlangt [die BaFin] nicht, die Musterbausteine wortwörtlich und vollständig in die Anlagebedingungen zu übernehmen, akzeptiert abweichende Regelungen und Formulierungen aber nur, soweit diese hinsichtlich Transparenz und Angemessenheit nicht hinter den durch die Musterbausteine gesetzten Maßstäben zurückbleiben“, BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 1. Vgl. kritisch dazu *Kobabe*, Börsen-Zeitung Online v. 11.11.2014, der „[a]ufgrund der faktischen Wirkung [...] ein verfassungsrechtlich bedenkliches Demokratiedefizit“ konstatiert.

Von wesentlicher Bedeutung für die regulatorische Einordnung von Vergütungsvereinbarungen und -angaben ist die Frage nach den aufsichtsrechtlichen Vorgaben für das zugrundeliegende Rechtsdokument. Mit dem (Ober-)Begriff der „Fondsdokumentation“<sup>1176</sup> kann die Gesamtheit der für das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Verwaltungsgesellschaft erforderlichen Dokumente umschrieben werden. Sie umfasst das Vertriebsdokument<sup>1177</sup> und als „konstituierende Dokumente“<sup>1178</sup> die Anlagebedingungen<sup>1179</sup> (zu denen auch sog. *side letters* zählen)<sup>1180</sup> und bei Investmentgesellschaften den Gesellschaftsvertrag bzw. Satzung. Hinsichtlich des aufsichtsrechtlich erforderlichen Informationsgehalts der Fondsdokumentation bestehen je nach Anlegerkategorie deutlich abweichende Vorgaben. Während in Publikumsinvestmentvermögen sowohl der Verkaufsprospekt<sup>1181</sup> als auch die genehmigungspflichtigen Anlagebedingungen<sup>1182</sup> umfangreiche Angaben zu Vergütungen, Gebühren und Kosten enthalten müssen, beschränken sich die Vorgaben für Spezial-AIF auf grundlegende Mindestangaben in dem

---

<sup>1176</sup> Vgl. BaFin, Häufige Fragen zu den Übergangsvorschriften nach den §§ 343 ff. des KAGB v. 18.06.2013, Gz. WA 41-Wp 2137-2013/0343 sub III. 7; Emde/Dreibus, BKR 2013, 89, 93; Weitnauer, GWR 2014, 139, 143; Baur/Tappen-Taschke, § 94 Rn. 57; Baur/Tappen-Jesch, § 337 Rn. 11.

<sup>1177</sup> Siehe zu vertriebsbezogenen Dokumentationspflichten bereits oben sub I. 2. b) cc).

<sup>1178</sup> Vgl. §§ 1 Abs. 6, 277 KAGB; ähnlich § 2 Abs. 12 InvStG n.F. („konstituierende Rechtsakte“).

<sup>1179</sup> Die Anlagebedingungen (vormals: Vertragsbedingungen gem. § 43 InvG) bestimmen als zentrales Vertragsdokument die Rechtsbeziehung zwischen dem Anleger und der Verwaltungsgesellschaft. In Investmentvermögen in der Vertragsform des Sondervermögens gem. § 92 KAGB sind sie das einzige konstituierende Dokument. In der Kapitalanlagepraxis finden aus Kostengründen oftmals sog. allgemeine Anlagebedingungen der KVG in Verbindung mit sog. besonderen Anlagebedingungen des AIF Verwendung. Vgl. Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 203 ff.

<sup>1180</sup> Bei sog. *side letters* handelt es sich um Nebenvereinbarungen des Fondsmanagers mit einzelnen Anlegern zu der gesellschaftsrechtlichen Zeichnungsdokumentation. Diese Vereinbarungen betreffen neben steuerrechtlichen Regelungen oft auch individuelle Gebührenermäßigungen. Vgl. zu Inhalt und Funktion *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 119 f.; EVCA, Handbook 2012, S. 13 f.; *Demaria*, Private Equity, S. 78. Nach zutreffender Verwaltungsauffassung sind auch diese dem weit zu interpretierenden Begriff der Anlagebedingungen zuzurechnen, vgl. BaFin, Merkblatt Erlaubnisverfahren sub A) Ziff. 12.

<sup>1181</sup> Einen umfangreichen Katalog an Mindestangaben eines Verkaufsprospekts für offene Publikumsinvestmentvermögen enthält § 165 Abs. 2 KAGB, der über § 269 Abs. 1 KAGB auch für geschlossene Publikums-AIF weitgehend entsprechend anzuwenden ist. Die erforderlichen Angaben zu den Kosten bestimmen sich näher nach § 165 Abs. 2 Nr. 8 i.V.m. Abs. 3 KAGB; vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Polifke, § 165 Rn. 22 ff.

<sup>1182</sup> Den Inhalt der Anlagebedingungen offener Publikumsinvestmentvermögen bestimmt § 162 Abs. 2 KAGB, der für geschlossene inländische Publikums-AIF gem. § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB weitgehend entsprechende Anwendung findet. Sie bedürfen gem. §§ 163 bzw. 267 KAGB einer Genehmigung durch die BaFin. Als vergütungsbezogene Angaben enthalten sie neben den Kosten der Anteilsausgabe und -rücknahme (§ 162 Abs. 12 KAGB, siehe dazu unten sub d) bb)) insbesondere Angaben zu der Berechnungsmethode und Höhe der Vergütungen und Aufwendungserstattungen an die Verwaltungsgesellschaft und Dritte (§ 162 Abs. 11 KAGB); vgl. BaFin, Musterkostenklauseln 2014, passim; Weitnauer/Boxberger/Anders-Polifke, § 162 Rn. 27 ff.; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 215 ff.

obligatorisch zu erstellenden Vertriebsdokument und stellt die Ausgestaltung der Anlagebedingungen<sup>1183</sup> gänzlich der Disposition der Vertragsparteien anheim.

Die haftungsbewehrten<sup>1184</sup> Mindestangaben des von einer zugelassenen AIF-KVG<sup>1185</sup> für einen Spezial-AIF zu erstellenden Vertriebsdokuments (sog. Informationsmemorandum) umfassen gem. § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 13 KAGB „eine Beschreibung sämtlicher Entgelte, Gebühren und sonstiger Kosten unter Angabe der jeweiligen Höchstbeträge, die von den Anlegern mittel- oder unmittelbar getragen werden“. Art und Umfang der Darstellung haben gem. § 307 Abs. 1 S. 2 KAGB „in der in den Anlagebedingungen, der Satzung oder des Gesellschaftsvertrages des AIF festgelegten Art und Weise“ zu erfolgen. Aus diesem Kongruenzerfordernis ist zunächst eine Prägewirkung der vertriebsbezogenen Informationspflichten für den zivilrechtlichen Pflichtenkreis der konstituierenden Dokumente (Anlagebedingungen und ggfs. Gesellschaftsvertrag oder Satzung) abzuleiten. Weitere konkretisierende Vorgaben bestehen jedoch nicht, sodass ergänzend allein die Anforderungen an die Kostendarstellung in Verkaufsprospekten für Publikumsinvestmentvermögen herangezogen werden können.<sup>1186</sup>

Das für die Bestimmung des Darstellungsgrades entscheidende Kriterium ist, dass die Kosten von den Anlegern „getragen“ werden.<sup>1187</sup> Daraus folgt, dass die Vertragsdokumentation zwischen Anleger, Kapitalverwaltungsgesellschaft und Investmentvermögen eine eindeutige Zuordnung sämtlicher Kosten und Vergütungen zu treffen hat. Dies gilt neben der Abgrenzung des Gründungsaufwands<sup>1188</sup> und der präzisen Bestimmung der

---

<sup>1183</sup> In Umsetzung des Art. 7 Abs. 3 c) AIFM-RL setzt § 273 S. 1 KAGB allein eine schriftliche Vereinbarung über das Beteiligungsverhältnis zwischen dem Anleger und der Verwaltungsgesellschaft (§ 273 S. 1 Nr. 1 KAGB bei Spezialsondervermögen) bzw. der Investmentgesellschaft (gem. § 273 S. 1 Nr. 2 KAGB bei der Spezial-InvAG i.V.m. der Satzung, gem. § 273 S. 1 Nr. 3 KAGB bei der Spezial-InvKG i.V.m. dem Gesellschaftsvertrag) voraus.

<sup>1184</sup> Vgl. § 307 Abs. 3 KAGB i.V.m. § 306 Abs. 1, 3, 4 und 6 KAGB; *Möllers*, in: *ders./Kloyer* (Hrsg.), *Kapitalanlagegesetzbuch*, S. 247 ff.

<sup>1185</sup> Ausgenommen sind hingegen registrierte KVGs, da die vertriebsbezogenen Regulierungsvorschriften des KAGB auf diese keine Anwendung finden; so auch *Volhard/Jang*, DB 2013, 273, 275.

<sup>1186</sup> Vgl. *Baur/Tappen-Zingel*, § 307 Rn. 13.

<sup>1187</sup> Vgl. *Baur/Tappen-Zingel*, § 307 Rn. 13; *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Rozok*, § 42 Rn. 38.

<sup>1188</sup> Der Gründungsaufwand eines Spezial-AIF umfasst ebenso wie der eines Publikums-AIF Kosten für die Strukturierung und die Erstellung der Vertriebsdokumentation und -zulassung. Kosten für die Einwerbung von Beteiligungskapital (z.B. Vertriebsvergütungen an Platzierungsagenten) und Ausgabebaufschläge werden dem AIF bzw. Anleger im institutionellen Markt hingegen in der Regel nicht belastet, vgl. aber BaFin, *Musterkostenklauseln 2014*, S. 3 f.

Berechnungsgrundlage für Verwaltungsvergütungen<sup>1189</sup> und erfolgsabhängige Vergütungen<sup>1190</sup> insbesondere für die Präzisierung der vom AIF zu tragenden Aufwendungen<sup>1191</sup>. Das aus diesen Vorgaben folgende Gebot umfassender Kostentransparenz wird zudem institutionell durch die Einbindung mehrerer Kontrollfunktionen abgesichert.<sup>1192</sup> Eine Einschränkung zulässiger Vergütungs- bzw. Berechnungsmodelle ist den Vorgaben zu Spezial-AIF nicht zu entnehmen und angesichts des geringeren Schutzniveaus auch nicht erforderlich, sodass diesbezügliche Beschränkungen für Publikumsinvestmentvermögen keine Anwendung finden. Gleichwohl ist der Abbildung technisch anspruchsvoller Modelle wie etwa der IRR-Methode angesichts möglicher Haftungsrisiken<sup>1193</sup> besondere Beachtung zu schenken.<sup>1194</sup>

Unklar erscheint indes, in welchem Maßstab „Höchstbeträge“ der Kosten anzugeben sind, denen nach dem Wortlaut der Norm ein Aussagegehalt über die bloße Angabe der Vergütungsparameter hinaus zukommen muss. Zwar erstreckt sich das Erfordernis einerseits auf sämtliche Vergütungselemente<sup>1195</sup>, sodass neben periodischen durch das Investmentvermögen zu tragenden Kosten auch Höchstbeträge für Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen anzugeben sind. Zugleich ist der Norm jedoch keine materielle Begrenzung der Vergütungshöhe auf einen absoluten Betrag zu entnehmen, sondern kann allein als Informationspflicht über relative Kostenbelastungen verstanden werden. Als aussagekräftiger Referenzwert des Höchstbetrags kann demnach die maximale jährliche Gesamtkostenbelastung des Nettoinventarwerts herangezogen werden, die sich insbe-

---

<sup>1189</sup> Vgl. BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 5 f.

<sup>1190</sup> Vgl. die dezidierten Vorgaben zu erfolgsabhängigen Vergütungen (*performance fees*) in OGAW BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 6 ff.; zu Carried Interest in Publikums-AIF BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 10 f.; siehe zu Verlautbarungen der ESMA zu Carried Interest-Vereinbarungen unten sub 4. c).

<sup>1191</sup> Vgl. BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 7 ff.

<sup>1192</sup> Siehe zu Anforderungen an die interne bzw. externe Vergütungskontrolle unten sub 3. b) bzw. c).

<sup>1193</sup> Vgl. zu einer möglichen Irreführung durch die Verwendung der IRR-Methode OLG Hamburg, Urt. v. 23.08.2013 – 11 U 11/13, NZG 2013, 1391, Rn. 79 ff.; OLG Hamm, Urt. v. 07.02.2013 – 34 U 188/11, zit. nach juris, Rz. 113; OLG Frankfurt a. M., Urt. v. 15.03.2013 – 10 U 16/12, zit. nach juris, Rn. 131 ff.; OLG Köln, Urt. v. 30.08.2012 – 18 U 79/11, zit. nach juris, Rn. 176; vgl. dazu näher *Weinrich/Tiedemann*, BKR 2016, 50 ff. m.w.N.

<sup>1194</sup> Vgl. kritisch aus betriebswirtschaftlicher Perspektive *Jaeger*, VW 2006, 1747 ff. (Teil 1) und 1847 ff. (Teil 2); siehe zu den Annahmen und Grenzen der Aussagekraft der IRR-Methode bereits Kapitel 1 sub II. 3. b).

<sup>1195</sup> Mangels erkennbaren Differenzierungskriteriums zwischen Entgelten, Gebühren und sonstigen Kosten und dem Verweis auf „sämtliche“ Vergütungen kann sich das Erfordernis nicht allein auf die „sonstigen Kosten“ erstrecken.

sondere bei der Abbildung von Erfolgsvergütungen als Herausforderung darstellt.<sup>1196</sup> Die Angabe einer Gesamtkostenquote (*Total Expense Ratio*, TER)<sup>1197</sup> bzw. einer Grundkostenkennziffer (*Ongoing Charges*, OGC)<sup>1198</sup> ist hingegen als spezifisches Transparenzinstrument des Privatanlegermarktes weder erforderlich noch geboten. Die maßgeblich den Vorgaben der OGAW-RL<sup>1199</sup> und ihrer Umsetzungsakte<sup>1200</sup> entstammenden Anforderungen zielen auf eine simplifizierte Kostendokumentation, derer professionelle und semiprofessionelle Anleger eines Spezial-AIF aufgrund ihrer Professionalität nicht bedürfen.

Eine darüber hinausgehende vergütungsbezogene Vertragskontrolle ergibt sich für Spezial-AIF grundsätzlich auch nicht aus dem Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen. Anders als bei Publikumsinvestmentvermögen<sup>1201</sup> werden die Vertragsvereinbarungen eines Spezial-AIF regelmäßig i.S.d. § 305 Abs. 1 S. 3 BGB im Einzelnen zwischen den Vertragsparteien ausgehandelt<sup>1202</sup> und sind somit bereits nicht als AGB zu

---

<sup>1196</sup> Siehe zu finanzwirtschaftlichen Ansätzen für die Bewertung von Erfolgsvergütungen in der Optionspreistheorie Kapitel 2 sub II. 2. b) zu Hedgefonds bzw. sub II. 3. b) zu Private Equity-Fonds.

<sup>1197</sup> Eine Gesamtkostenquote (TER) ist gem. § 166 Abs. 5 KAGB in den wesentlichen Anlegerinformationen auszuweisen (S. 1) und umfasst als eine einzige Zahl (S. 2) sämtliche vom Investmentvermögen im Jahresverlauf getragene Kosten und Zahlungen im Verhältnis zum durchschnittlichen NAV (S. 3), vgl. Baur/Tappen-v. Ammon/Izzo-Wagner, § 166 Rn. 51 ff. Die TER ist gem. § 101 Abs. 2 Nr. 1 KAGB auch im Jahresbericht sowie der Umstand und die Parameter ihrer Berechnung gem. § 165 Abs. 3 Nr. 5 im Verkaufsprospekt eines Publikumsinvestmentvermögens anzugeben.

<sup>1198</sup> Im Gegensatz zum TER erfassen die in einem OGAW KIID anzugebenden OGC etwa auch die in Zielfonds anfallenden Kosten, vgl. CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document v. 01.07.2010, CESR/10-674. Weder TER noch OGC erfassen Erfolgsvergütungen oder Portfoliotransaktionskosten.

<sup>1199</sup> Vgl. Art. 63 Abs. 1 i.V.m. Anhang I – Schema A – 1.18 OGAW-RL.

<sup>1200</sup> Vgl. § 166 Abs. 4 S. 1 KAGB für inländische OGAW (S. 1) und offene AIF-Publikumsinvestmentvermögen (S. 2) i.V.m. der Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission v. 01.07.2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt wird, ABl. EU L 176/1 v. 10.07.2010.

<sup>1201</sup> Allgemeine Ansicht in Bezug auf die Anlagebedingungen von Publikumsinvestmentvermögen gem. § 162 KAGB, vgl. Langenbucher/Bliesener/Spindler-Jakovou, Kap. 39 Rn. 184; Baur/Tappen-v. Ammon/Izzo-Wagner, § 162 Rn. 27 ff.; Moritz/Klebeck/Jesch-Patzner/Schneider-Deters, § 162 Rn. 20 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Polifke, § 162 Rn. 5; Derleder/Knops/Bamberger-Geibel, § 59 Rn. 27; Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 203 und Rn. 209 ff.; noch in Bezug auf die Vertragsbedingungen nach § 43 InvG Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Rozok, § 43 Rn. 18 f.; siehe etwa BGH, Urt. v. 22.09.2016 – III ZR 264/15, NJW-RR 2016, 1387; BGH, Urt. v. 19.05.2016 – III ZR 399/14, NJW-RR 2016, 1385.

<sup>1202</sup> Vgl. zur „Vorformulierung“ von Vertragsbedingungen MünchKommBGB-Basedow, § 305 Rn. 13 ff.; Staudinger-Schlosser, § 305 Rn. 21 ff.; eingehend zur Einordnung von auf Textbausteinen beruhenden Verträgen Löhnig/Jerger, GWR 2013, 239 ff.

qualifizieren<sup>1203</sup> oder als gesellschaftsrechtliche Vereinbarung gem. § 310 Abs. 4 S. 1 BGB ausgenommen<sup>1204</sup>. Etwas anderes gilt jedoch auch unter – maßgeblich von den Umständen des konkreten Einzelfalls abhängender – Annahme des Gegenteils nicht. Eine nicht überraschende oder mehrdeutige (§ 305c Abs. 1 BGB)<sup>1205</sup> Vergütungsregelung für einen Spezial-AIF müsste dann als stets zwischen Unternehmern<sup>1206</sup> vereinbarte Klausel allein dem Bestimmtheitsgebot gem. § 307 Abs. 1 S. 2 BGB genügen, soweit nicht bereits das KAGB deren Inhalt abschließend regelt. Demnach können allenfalls einseitige Kostenfestsetzungsrechte auf Bedenken stoßen, die der AIF-KVG ein Bestimmungsrecht über den Umfang der Vergütung gewähren.<sup>1207</sup> Entsprechende Vereinbarungen sind aber nun bereits durch das umfassende aufsichtsrechtliche Kostentransparenzgebot erfasst, dessen zivilrechtliche Ausstrahlung auf die konstituierenden Dokumente eines Spezial-AIF als spezialgesetzliche Regelung eine Bestimmtheitskontrolle gem. § 307 Abs. 3 S. 1 BGB sperrt.<sup>1208</sup>

---

<sup>1203</sup> So in Bezug auf PE- und VC-Fonds Weitnauer/Anders/Boxberger-Swoboda, § 26 Rn. 25.

<sup>1204</sup> Vgl. MünchKommBGB-*Basedow*, § 305 Rn. 86 ff.; MünchKommHGB-*Grunewald*, § 161 Rn. 106 ff.

<sup>1205</sup> Dabei sind objektive Maßstäbe anzulegen, d.h. die als Marktstandard in der Fondsdokumentation üblichen Klauseln als Referenzmaßstab heranzuziehen, vgl. allgemein zum Tatbestandsmerkmal „ungewöhnlich“ MünchKommBGB-*Basedow*, § 305c Rn. 22; Staudinger-*Schlosser*, § 305c Rn. 7 ff.

<sup>1206</sup> Weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger sind als Verbraucher i.S.d. § 13 BGB einzuordnen, sodass bei einer Verwendung unter Unternehmern gem. § 310 Abs. 1 S. 1 BGB die Normen § 305 Abs. 2 und Abs. 3 BGB, §§ 308 und 309 BGB keine Anwendung finden. Für semiprofessionelle Anleger, die sich als natürliche Person an einem Spezial-AIF beteiligen, folgt dies *a maiore ad minus* aus der Abbedingungen des hohen spezialgesetzlichen Schutzstandards für Publikumsinvestmentvermögen, dessen sich der Anleger qua seiner Einstufung nach den Kriterien des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB begibt. Für die daraus folgende Sperrwirkung der verbraucherschützenden Vorschriften des AGB-Rechts ist daher unerheblich, ob die Anlagetätigkeit im Übrigen als – nicht gewerbliche – private Vermögensverwaltung einzuordnen ist, vgl. MünchKommBGB-*Micklitz*, § 13 Rn. 45.

<sup>1207</sup> So sollen nach z.T. vertretener Auffassung Verwaltungskostenklauseln, die auf einem Durchschnittswert des Fondsvermögens beruhen, auch sofern sie von Höchstgrenzen flankiert werden, als einseitige Preisbestimmungs- und änderungsvorbehalte sowohl unbestimmt als auch irreführend und intransparent sein, vgl. *Köndgen/Schmies*, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 211; *Einmahl*, ZIP 2002, 381, 387.

<sup>1208</sup> Vgl. zum Umfang der Kontrollfähigkeit von Vergütungsklauseln in Publikumsinvestmentvermögen ablehnend Weitnauer/Boxberger/Anders-*Polifke*, § 162 Rn. 5; differenzierend Moritz/Klebeck/Jesch-Patzner/Schneider-Deters, § 162 Rn. 21 f.; *Köndgen/Schmies*, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 211 („zum größeren Teil zumindest Gesetzesergänzend“); noch in Bezug auf die frühere Rechtslage Berger/Steck/Lübbehüsen-*Schmitz*, § 43 Rn. 12; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-*Rozok*, § 43 Rn. 18.

## c) Zuwendungen und vertriebsbezogene Vergütungen

### aa) Zivil- und aufsichtsrechtliche Einordnung von Vertriebsvergütungen

In der rechtlichen Diskussion um Vergütungsanreize in Kapitalanlagestrukturen standen bislang vornehmlich vertriebsbezogene Vergütungen<sup>1209</sup> im Zentrum der Betrachtung. Diese stellen sich indes nicht allein als ein Rechtsproblem des Publikumsfondsmarktes dar, sondern treten auch in der Vertriebssituation zwischen professionellen Anlegern und professionellen Vertriebsintermediären einerseits sowie der KVG andererseits zu Tage.

Aus zivilrechtlicher Perspektive zeichnet sich die Vertriebssituation zwischen einem Anleger und einem Kapitalanlageprodukte vertreibenden Finanzintermediär durch eine weitgehende Freiheit von legislativen Vorgaben aus. Die Konkretisierung (vor-)vertraglicher Pflichten eines Vertriebsintermediärs, der sich insbesondere in Vertriebssituationen im Verhältnis zu Privatanlegern bei provisionsbasierten Vertriebsmodellen erheblichen Interessenkonflikten ausgesetzt sieht, konnte demnach allein *ex post* durch die Judikative erfolgen. Unter dem Schlagwort der „Kick-Back-Rechtsprechung“ erlangten Entscheidungen des BGH weitere Bekanntheit, in denen der erkennende XI. Zivilsenat unter der Fiktion eines Anlageberatungsvertrages<sup>1210</sup> aus der Pflicht eines Intermediärs zur „anleger- und objektgerechten Beratung“ dessen Verpflichtung zur Offenlegung erhaltener (Rück-)Vergütungen ableitete.<sup>1211</sup> Diese stark ausdifferenzierte Judikatur, die etwa zwischen Rückvergütungen und Innenprovisionen<sup>1212</sup>, institutsgebundenen und freien Anlageberatern<sup>1213</sup> sowie Fremdproduktvermittlung und Festpreisgeschäft<sup>1214</sup>

---

<sup>1209</sup> Vgl. überblicksartig *F. Schäfer*, in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Vermögensverwaltung, § 11 Rn. 1 ff.; siehe zu Vertriebsvergütungen in alternativen Investmentfonds schon Kapitel 1 sub II. 1. b).

<sup>1210</sup> Kritisiert wird an diesem Ansatz, dass die Annahme eines konkludent geschlossenen Beratungsvertrags als Haftungsgrundlage für Beratungsverschulden dem erkennbaren Parteiwillen entgegenstehe. Als dogmatische Alternative wird eine Einordnung von Aufklärungspflichten als vorvertragliche Nebenpflichten gem. §§ 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB vorgeschlagen, vgl. *Koch*, ZBB 2014, 211, 213 m.w.N.

<sup>1211</sup> Grundlegend zur Aufklärungspflicht über Rückvergütungen BGH, Urt. v. 19.12.2006 – XI ZR 56/06, BGHZ 170, 226; zur anleger- und objektgerechten Beratung BGH, Urt. v. 06.07.1993 – XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126 (Bond); vgl. *Koch*, BKR 2012, 485, 486 ff.; *Zetzsche*, Prinzipien, S. 703 f. m.w.N.; *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177, 180 f.

<sup>1212</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 27.10.2009 – XI ZR 338/08, WM 2009, 2306; BGH, Beschl. v. 09.03.2011 – XI ZR 191/10, WM 2011, 925; eingehend zur Abgrenzung *Forschner*, Wechselwirkungen, S. 164 ff.

<sup>1213</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 15.04.2010 – III ZR 196/09, BGHZ 185, 185; bestätigt durch BGH, Urt. v. 03.03.2011 – III ZR 170/10, WM 2011, 640.

<sup>1214</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 22.03.2011 – XI ZR 33/10, BGHZ 189, 13 (Spread Ladder Swaps); BGH, Urt. v. 27.09.2011 – XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119 (Lehman I); BVerfG, Beschl. v. 08.12.2011 – 1 BvR 2514/11, WM 2012, 68.

differenziert, hat die zivilrechtlichen Aufklärungspflichten im Rahmen der Anlageberatung kasuistisch nun weitgehend konkretisiert.<sup>1215</sup>

Der Regelungsgehalt aufsichtsrechtlicher Vorgaben wurde hingegen durch den BGH als nicht maßgeblich für den Inhalt zivilrechtlicher Pflichten erachtet und eine Ausstrahlungs- oder Konkretisierungswirkung bislang in ständiger Rechtsprechung ausdrücklich abgelehnt.<sup>1216</sup> Dieses Verständnis erweist sich jedoch in Anbetracht umfassender regulatorischer Vorgaben über den Umgang mit vertriebsbezogenen Vergütungen als nicht unproblematisch<sup>1217</sup> und wurde zudem durch ein *obiter dictum* relativiert.<sup>1218</sup> In deutlichem Kontrast zu der weitgehenden zivilrechtlichen des Gesetzgebers im Zivilrecht erfasst das Aufsichtsrecht nämlich anreizbasierte Interessenkonflikte von Vertriebsintermediären durch umfassende Pflichten über die Offenlegung von Zuwendungen (*inducements*). Ausgangspunkt dieser aufsichtsrechtlichen Perspektive sind Anforderungen der 2004 in Kraft getretenen Finanzmarktrichtlinie (MiFID)<sup>1219</sup> und der MiFID-Durchführungsrichtlinie<sup>1220</sup>, deren vergütungsbezogene Regelungen<sup>1221</sup> 2007 Eingang in § 31d WpHG a.F. fanden. Im Zuge der Richtliniennovelle (MiFID II), deren Organi-

---

<sup>1215</sup> Vgl. eingehend *Lerch*, Anlageberater, S. 114 ff.; zu Implikationen dieser Kasuistik für die Fondsdokumentation *Loritz/Wagner*, NZG 2013, 367, 369 ff.

<sup>1216</sup> Vgl. zur fehlenden Maßgeblichkeit für das Deliktsrecht (Schutzgesetzzeigenschaft der §§ 31 ff. WpHG a.F. (§§ 63 ff. WpHG n.F.) i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB) BGH, Ur. v. 19.02.2008 – XI ZR 170/07, BGHZ 175, 276 ff.; ablehnend zur Maßgeblichkeit für vertragliche Pflichten BGH, Ur. v. 17.09.2013 – XI ZR 332/12, WM 2013, 1983; siehe *Koch*, ZBB 2014, 211, 213 ff.; *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221, 223 m.w.N.; eingehend *Forschner*, Wechselwirkungen, S. 113 ff.; in Bezug auf Art. 12 AIFM-RL *Möllers/Hailer*, ZBB 2012, 178, 189.

<sup>1217</sup> Siehe dazu eingehend *Koch*, ZBB 2014, 211 ff.

<sup>1218</sup> Vgl. BGH, Ur. v. 03.06.2014 – XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947. In der Entscheidung leitet der Senat aus dem Umstand, dass der provisionsbasierte Vertrieb von Kapitalanlagen nunmehr einem „flächendeckenden – aufsichtsrechtlichen – Transparenzgebot“ unterworfen sei, für künftige Sachverhalte eine umfassende Aufklärungspflicht über sämtliche Zuwendungen ab. Eine solche umfassende Aufklärungspflicht bestehe daher ab dem 01.08.2014 auch über versteckte Innenprovisionen, für früheres Handeln sei eine Haftung aufgrund eines unvermeidbaren Rechtsirrtums mangels Verschuldens ausgeschlossen, siehe BGH, a.a.O., Rz. 31 ff.; zur dogmatischen Einordnung *Heun-Rehn/Lang/Ruf*, NJW 2014, 2909, 2911 ff.; *Hoffmann/Bartlitz*, ZIP 2014, 1505 ff.

<sup>1219</sup> Siehe zur Finanzmarktrichtlinie (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID) oben sub II. 2. b).

<sup>1220</sup> Richtlinie 2006/73/EG v. 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EG L 241/26 v. 02.09.2006 (MiFID-Durchführungsrichtlinie).

<sup>1221</sup> Vgl. Art. 19 Abs. 1 MiFID und Art. 26 MiFID-Durchführungsrichtlinie.

sationspflichten eine Durchführungsrichtlinie (MiFID II-DRL)<sup>1222</sup> und eine Durchführungsverordnung (MiFID II-DVO)<sup>1223</sup> konkretisieren, erhöhte der Gesetzgeber die bisherigen Anforderungen in zentralen Punkten und führte darüber hinaus umfangreiche Kostentransparenzpflichten<sup>1224</sup> ein. Die 2017 in § 70 WpHG n.F. überführten und ab dem 03.01.2018 anzuwendenden<sup>1225</sup> Vorgaben für Zuwendungen im Rahmen einer „nicht unabhängigen“ Beratung<sup>1226</sup> beruhen gleichwohl auf einer im Ansatz unveränderten Regelungssystematik. Diese erklärt Zuwendungen<sup>1227</sup> für grundsätzlich unzulässig, eröffnet zugleich aber unter dem Vorbehalt der Qualitätsverbesserung in Verbindung mit einer Offenlegungspflicht einen weitreichenden Rechtfertigungstatbestand.<sup>1228</sup> Ein

---

<sup>1222</sup> Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission v. 07.04.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen, ABl. EU L 87/500 v. 31.03.2017 (MiFID II-Durchführungsrichtlinie).

<sup>1223</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25.04.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU L 87/1 v. 31.03.2017 (MiFID II-Durchführungsverordnung).

<sup>1224</sup> Siehe Art. 50 MiFID II-DVO i.V.m. § 63 Abs. 7 WpHG n.F. (vgl. Erwgr. 79 f. MiFID II-DVO und Art. 24 Abs. 4 lit. c) MiFID II), die umfangreiche ex-ante und ex-post zu beachtende Kostentransparenzpflichten enthalten. Diese gelten gem. Art. 50 Abs. 1 UAbs. 2 MiFID II-DVO auch gegenüber professionellen Kunden, jedoch ist ein Ausschluss bei bestimmten Dienstleistungen möglich.

<sup>1225</sup> Siehe Art. 26 Abs. 5 des 2. FiMaNoG. Die zunächst am 03.01.2017 endende Umsetzungsfrist (Art. 93 Abs. 1 UAbs. 2 MiFID II) verlängerte die Richtlinie (EU) 2016/1034, ABl. EU L 175/8 v. 30.06.2016.

<sup>1226</sup> Ein WpDU ist gem. § 64 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG n.F. (Art. 24 Abs. 4 lit. a) i) MiFID II) künftig dazu verpflichtet, den Kunden darüber zu informieren, ob eine Anlageberatung als sog. Unabhängige Honorar-Anlageberatung erbracht wird (siehe dazu sogleich). Für den Fall der „nicht unabhängigen“ Beratung führt Art. 24 Abs. 9 MiFID II den Ansatz der früheren Rechtslage (Art. 19 Abs. 1 MiFID) im Grundsatz fort (Offenlegung und Qualitätsverbesserung), vgl. *Buck-Heeb*, ZBB 2014, 221, 229 ff.

<sup>1227</sup> Zuwendungen umfassen gem. § 31d Abs. 2 WpHG a.F. (§ 70 Abs. 2 S. 1 WpHG n.F.) Provisionen, Gebühren oder sonstige Geldleistungen sowie alle geldwerten (künftig: „nichtmonetären“) Vorteile, soweit sie nicht als notwendige Kosten gem. § 31d Abs. 5 WpHG a.F. (§ 70 Abs. 7 WpHG n.F.) ausgenommen sind; vgl. *Roth/Blessing*, CCZ 2017, 163, 164 f.

<sup>1228</sup> Gemäß § 31d Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. (§ 70 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.) ist es WpDU grundsätzlich untersagt, im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapier(neben-)dienstleistungen Zuwendungen von Dritten anzunehmen oder an Dritte zu gewähren, die nicht Kunden dieser Dienstleistung sind. Dies gilt nur dann nicht, wenn die Zuwendung darauf ausgelegt ist, die Qualität der für den Kunden erbrachten Dienstleistung zu verbessern und sie der ordnungsgemäßen Erbringung der Dienstleistung im (künftig: „bestmöglichen“) Interesse des Kunden nicht entgegen steht (Nr. 1) und Existenz, Art und Umfang der Zuwendung oder, soweit sich der Umfang noch nicht bestimmen lässt, die Art und Weise seiner Berechnung, dem Kunden vor der Erbringung der Wertpapier(neben-)dienstleistung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise deutlich (künftig: „unmissverständlich“) offen gelegt wird (Nr. 2). Seit 2013 müssen WpDU gem. § 14 Abs. 2 Nr. 5 WpDVerOV a.F. die Umstände aufzeichnen, die eine Qualitätsverbesserung belegen. Ferner erfordert die MaComp die Einrichtung eines Zuwendungs- und eines Verwendungsverzeichnisses. Vgl. Köln-

restriktiveres Pflichtenprogramm gilt künftig hinsichtlich des Nachweises der Qualitätsverbesserung<sup>1229</sup>, des Umfangs der Offenlegungspflichten<sup>1230</sup> und der Anwendbarkeit der Vorschriften auf die Bereitstellung von Analysen durch Dritte<sup>1231</sup>.

Als wertpapierhandelsrechtliche Verhaltensnorm setzt der sachliche Anwendungsbereich des § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen<sup>1232</sup> bzw. Wertpapiernebendienstleistungen<sup>1233</sup> voraus und knüpft an den 2012 deutlich erweiterten Begriff des Finanzinstruments<sup>1234</sup> an. Demgegenüber beschränkt der persönliche Anwendungsbereich des WpHG, der an die Institutseigenschaft des Intermediärs i.S.d. KWG anknüpft, die Reichweite der aufsichtsrechtlichen Pflichten.<sup>1235</sup>

Nach der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5a KWG gelten Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwaltete Investmentgesellschaften grundsätzlich nicht

---

KommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 1 ff.; Assmann/Schneider-Koller, § 31d Rn. 1 ff.; zu Dokumentationspflichten nach MiFID II Roth/Blessing, CCZ 2017, 163, 169 f.

<sup>1229</sup> Künftig müssen WpDU gem. § 70 Abs. 1 S. 3 WpHG n.F. nachweisen können, dass eine Zuwendung die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden verbessert. Dies ist gem. § 6 Abs. 2 WpDVerOV-E (vgl. Art. 11 Abs. 2 MiFID II-DRL) der Fall, wenn die Zuwendung durch die Erbringung einer zusätzlichen oder höherwertigen Dienstleistung für den jeweiligen Kunden gerechtfertigt ist (Nr. 1), sie einen konkreten Vorteil für den jeweiligen Kunden darstellt (Nr. 2) und dauerhafte Zuwendungen durch einen fortlaufenden Vorteil für den betreffenden Kunden gerechtfertigt sind (Nr. 3); vgl. Roth/Blessing, CCZ 2017, 163, 167 f.

<sup>1230</sup> Nach § 70 Abs. 1 WpHG n.F. müssen WpDU ihre Kunden künftig umfassender über erhaltene Zuwendungen unterrichten, so zum einen im Fall einer zunächst nur abstrakten Offenlegung nun nachträglich über den genauen Betrag (S. 4) und zum anderen im Fall fortlaufender Zuwendungen nun mindestens einmal jährlich individuell über die tatsächliche Höhe (S. 5). Nähere Bestimmungen enthält § 6 WpDVerOV-E (vgl. Art. 11 f. MiFID II-DRL). Eine bloße Zusammenfassung der wesentlichen Bestandteile der Vereinbarungen über Zuwendungen und deren Offenlegung nur auf Nachfrage des Kunden genügt demnach künftig nicht mehr, sofern es sich nicht um bloß geringfügige nicht-monetäre Vorteile handelt (§ 70 Abs. 4 S. 1 WpHG n.F.); vgl. Roth/Blessing, CCZ 2017, 163, 168 f.

<sup>1231</sup> Künftig qualifiziert auch die Bereitstellung von Analysen (*research*) durch Dritte an das WpDU als Zuwendung, sofern diese nicht gem. § 70 Abs. 2 S. 2 WpHG n.F. Gegenleistung für eine Zahlung aus eigenen Mitteln (Nr. 1) oder von einem separaten Analysekonto (Nr. 2) ist; dies konkretisiert § 7 WpDVerOV-E; vgl. Roth/Blessing, CCZ 2017, 163, 165 f.

<sup>1232</sup> § 2 Abs. 3 WpHG a.F. bzw. § 2 Abs. 8 WpHG n.F.

<sup>1233</sup> § 2 Abs. 3a WpHG a.F. bzw. § 2 Abs. 9 WpHG n.F.

<sup>1234</sup> § 2 Abs. 2b WpHG a.F. bzw. § 2 Abs. 4 WpHG n.F. Der Begriff des Finanzinstruments wurde 2012 durch die Einbeziehung von Vermögensanlagen i.S.d. § 1 Abs. 2 VermAnlG erheblich erweitert.

<sup>1235</sup> Als WpDU qualifizieren gem. § 2 Abs. 4 WpHG a.F. (§ 2 Abs. 10 WpHG n.F.) allein Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Zweigstellen von Auslandsinstituten im Sinne des KWG, sofern sie „Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert“ erbringen. Maßgebend ist hierbei nicht die Zulassung des Instituts, sondern dessen Qualifikation i.S.d. §§ 1 Abs. 1, Abs. 1a bzw. 53 Abs. 1 S. 1 KWG, KölnKommWpHG-Baum, § 2 Rn. 226; vgl. BGH, Urt. v. 19.01.2006 – III ZR 105/05, BGHZ 166, 29.

als Finanzdienstleistungsinstitut.<sup>1236</sup> Sofern aber eine externe KVG neben der kollektiven Vermögensverwaltung (Neben-)Dienstleistungen i.S.d. § 20 Abs. 2 Nr. 1–3 und Abs. 3 Nr. 2–5 KAGB erbringt, gelten nach § 5 Abs. 2 KAGB die Wohlverhaltenspflichten der §§ 31–31b, 31d und 33–34a WpHG a.F. (künftig: §§ 63–68, 70, 80, 82 Abs. 1–9 und 13, §§ 83 und 84 WpHG n.F.) entsprechend.<sup>1237</sup>

Um auch die Vielzahl der innerhalb der kreditwesenrechtlichen Bereichsausnahme tätigen sog. freien Anlagevermittler und -berater<sup>1238</sup> vergleichbaren Offenlegungspflichten zu unterwerfen ohne sie zugleich als Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitut zu qualifizieren, erhöhte der Gesetzgeber zum 01.01.2013 spezifisch nationale Anforderungen des Gewerberechts. Die im Rahmen der vorgenannten Bereichsausnahme tätigen Berater und Vermittler bedürfen nunmehr gem. § 34f GewO<sup>1239</sup> einer gewerberechtlichen Erlaubnis als Finanzanlagenvermittler.<sup>1240</sup> Im Vergleich zu dem Pflichtenprogramm übriger Finanzmarktakteure unterliegen diese zwar reduzierten Erlaubnisvoraussetzungen<sup>1241</sup> und Wohlverhaltenspflichten<sup>1242</sup>, sind aber aufsichtsrechtlich nunmehr gem.

---

<sup>1236</sup> Vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Schäfer, § 2 Rn. 69 ff.; noch zur KAG i.S.d. InvG Assmann/Schneider-Koller, § 2 Rn. 140. Auch nach Erwrgr. 161 MiFID II sollen zugelassene AIFM, die neben der kollektiven Vermögensverwaltung Wertpapierdienstleistungen erbringen „nicht einer zusätzliche[n] Zulassung in den Aufnahmemitgliedstaaten oder einer Maßnahme gleicher Wirkung unterliegen“.

<sup>1237</sup> Vgl. noch unter Verweis auf § 5 Abs. 3 InvG Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Schäfer, § 2 Rn. 70.

<sup>1238</sup> Von der Erlaubnispflicht gem. § 32 KWG als Finanzdienstleistungsinstitut i.S.d. § 1 Abs. 1a KWG sind gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG institutsunabhängige („freie“) Vermittler und Berater befreit; dies gilt entsprechend für wertpapierhandelsrechtliche Vorgaben gem. § 2a Abs. 1 Nr. 7 WpHG a.F. (§ 3 Abs. 1 Nr. 7 WpHG n.F.). Vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Schäfer, § 2 KWG Rn. 78 ff.; Lerch, Anlageberater, S. 63 ff.

<sup>1239</sup> Eingeführt durch das Gesetz zur Neuregelung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts v. 06.12.2011, BGBl. I, S. 2481. Damit wurde die Finanzanlagenvermittlung aus § 34c Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 GewO a.F. (Maklertätigkeiten) herausgelöst.

<sup>1240</sup> Dieser ist nach der Legaldefinition des § 34f Abs. 1 GewO jeder, der zu Anteilen an in- oder ausländischen offenen (Nr. 1) oder geschlossenen Investmentvermögen (Nr. 2) i.S.d. KAGB oder Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG (Nr. 3) im Umfang der Bereichsausnahme des § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 KWG gewerbsmäßig Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG) oder Anlageberatung (§ 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG) erbringen will.

<sup>1241</sup> Voraussetzung der Erlaubniserteilung sind gem. § 34f Abs. 2 GewO neben der erforderlichen Zuverlässigkeit (Nr. 1) sowie geordneten Vermögensverhältnissen (Nr. 2) des Vermittlers auch Nachweise über eine Berufshaftpflichtversicherung (Nr. 3) sowie besondere Sachkunde im Umfang der beantragten Erlaubnis (Nr. 4). Nähere Voraussetzungen dieser subjektiven Berufszulassungsregelung i.S.d. Art. 12 GG regeln die auf § 34g gestützte Finanzanlagenvermittlungsverordnung v. 09.05.2012, BGBl. I, S. 1006 (FinVermV) in Verbindung mit der Allgemeinen Muster-Verwaltungsvorschrift zum Vollzug des § 34f der Gewerbeordnung und zur Finanzvermittlungsverordnung (FinVermVwV), vgl. eingehend Landmann/Rohmer-Schönleiter, § 34f GewO Rn. 6 ff.; Zingel/Varadinek, BKR 2012, 177, 183.

<sup>1242</sup> Vgl. § 34g GewO i.V.m. §§ 11 ff. FinVermV.

§ 17 FinVermV ebenfalls zu einer Offenlegung erhaltener Zuwendungen verpflichtet.<sup>1243</sup> Komplementär zu diesen zunehmend restriktiven Vorgaben für den sog. provisiionsbasierten Vertrieb von Finanzanlagen traten 2014 gesetzliche Maßnahmen zur Förderungen der Honoraranlageberatung in Kraft<sup>1244</sup>, deren zentrales Merkmal ein umfassendes Verbot der Annahme von Zuwendungen bzw. die Verpflichtung zu deren vollständiger Auskehr an den Anleger ist.<sup>1245</sup>

Der regulatorische Ansatz folgt damit erkennbar dem sog. Informationsmodell, das eine Verringerung von Informationsasymmetrien zwischen Anleger-Prinzipal und Vertriebs-Agent auf der Grundlage von Offenlegungspflichten zu erreichen sucht.<sup>1246</sup> Die ökonomische Rechtfertigung dieses Regulierungsmodells ruht auf der Prämisse asymmetrisch verteilter Informationen, wie sie zwar in der Kontrahierungssituation zwischen Privatanleger und professionellem Vertriebsintermediär regelmäßig anzunehmen ist. Demgegenüber lässt die Verhandlungsposition eines professionellen Anlegers vor der Beteiligung an einem alternativen Investmentfonds jedoch ein deutlich höheres Informationsniveau erwarten.<sup>1247</sup> Dies reflektieren auch bisherige Branchenstandards für die Vertriebsaktivitäten von Platzierungsagenten, die eine Pflicht zur Offenlegung von Vergütungen an eine Nachfrage des beteiligten Anlegers knüpfen.<sup>1248</sup>

Dieser rechtstatsächliche Befund wirft die Frage auf, in welchem Umfang die regulatorischen Offenlegungspflichten den ökonomischen Diskrepanzen zwischen den Marktsegmenten für private und institutionelle Anleger Rechnungen tragen. Insbesondere gilt

---

<sup>1243</sup> Die Offenlegungspflicht gem. § 17 FinVermV wird seit dem 01.08.2014 ergänzt um die Informationspflicht gem. § 12a FinVermV, der zufolge der Anleger über unmittelbar geschuldete Vergütungen bzw. im Zusammenhang mit der Anlageberatung oder -vermittlung angenommene oder behaltene Zuwendungen zu informieren ist; vgl. *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177, 184 f.

<sup>1244</sup> Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente v. 15.07.2013, BGBl. I, S. 2390.

<sup>1245</sup> Siehe § 31 Abs. 4c Nr. 2 WpHG a.F. (§ 64 Abs. 5 WpHG n.F.) für sog. „Honorar-Anlageberater“ i.S.d. §§ 31, 33, 36c, 36d WpHG a.F. (künftig: sog. „Unabhängige Honorar-Anlageberatung“ i.S.d. §§ 64 Abs. 1 Nr. 1, 80 Abs. 7, 93, 94 WpHG n.F. bzw. sog. „unabhängige Anlageberatung“ i.S.d. Art. 53 MiFID II-DVO, Art. 12 MiFID II-DRL und Art. 24 Abs. 7 b) MiFID II) und § 34h Abs. 3 GewO für sog. „Honorar-Finanzanlageberater“ i.S.d. § 34h Abs. 1 S. 1 GewO; vgl. *Köln-KommWpHG-Möllers*, §§ 36c, 36d Rn. 1 ff.; zur Rechtslage nach MiFID II *Roth/Blessing*, CCZ 2017, 163, 166 f.; zur vertragsrechtlichen Umsetzung nach früherer Rechtslage *Herresthal*, WM 2014, 773, 779 ff.

<sup>1246</sup> Siehe zu dem sog. Informationsmodell als Regulierungsparadigma bereits Kapitel 2 sub III. 1. b).

<sup>1247</sup> Siehe zu Informationsasymmetrien in AIF vor Vertragsschluss bereits Kapitel 2 sub I. 2. b) aa).

<sup>1248</sup> EVCA Placement Agents Supplementary Code of Conduct, Ziff. 4.1, EVCA, Handbook 2012, S. 44 („*should disclose, upon the request of a prospective or existing investor, the fee arrangement*“).

zu klären, inwiefern die Pflichten auch für Vertriebsintermediäre im institutionellen Markt für alternative Investmentfonds gelten.<sup>1249</sup> Das Wertpapierhandelsrecht differenziert gem. § 31a WpHG a.F. (§ 67 WpHG n.F.) zwischen den einem abgestuften Schutzniveau unterliegenden Kundengruppen der Privatkunden (Abs. 3), professionellen Kunden (Abs. 2) und geeigneten Gegenparteien (Abs. 4).<sup>1250</sup> Den Anwendungsbereich vergütungsbezogener Offenlegungspflichten bestimmt § 31b Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. (§ 68 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.), demzufolge § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) für beratungsfreie Finanzdienstleistungen<sup>1251</sup> im Verhältnis zu geeigneten Gegenparteien<sup>1252</sup> nicht anzuwenden ist. Diesen besonders qualifizierten professionellen Kunden wird aufgrund ihrer Kapitalmarktexpertise für bestimmte Geschäfte ein eingeschränkter Schutzstandard eingeräumt,<sup>1253</sup> sodass etwa im Rahmen einer Anlagevermittlung<sup>1254</sup> erhaltene Zuwendungen ihnen gegenüber nicht offen zu legen sind.

Ein vergleichbares abgestuftes Schutzregime ist der gewerberechtlichen Intermediärsregulierung gem. §§ 34f, 34g GewO hingegen nach dem Gesetzeswortlaut nicht zu entnehmen, sodass erfasste Vertriebstätigkeiten in Finanzanlagen auch gegenüber besonders qualifizierten Kunden sämtlichen Verhaltenspflichten gem. §§ 12 ff. FinVermV unterlägen. Hierbei ist aber zu beachten, dass die Schutzrichtung der grundlegend an den Vorschriften des WpHG orientierten Normen<sup>1255</sup> auch ausweislich der Gesetzesbegründung auf eine Regulierung des sog. „grauen Kapitalmarkts“<sup>1256</sup> zielt, der als spezi-

---

<sup>1249</sup> Siehe zur Funktion sog. Platzierungsagenten (*placement agents*) bereits Kapitel 1 sub II. 1. b).

<sup>1250</sup> Die Vorschrift geht zurück auf Art. 24 i.V.m. Anhang II MiFID (siehe nun Art. 30 i.V.m. Anhang II MiFID II); vgl. KölnKommWpHG-Möllers, § 31a Rn. 12 ff.

<sup>1251</sup> Als beratungsfreie Finanzdienstleistung erfasst sind gem. § 31b Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. (§ 68 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.) das Finanzkommissionsgeschäft, die Anlage- und Abschlussvermittlung und der Eigenhandel sowie damit verbundene Wertpapiernebenleistungen, sodass sich insbesondere im Verhältnis zur nicht erfassten Anlageberatung Abgrenzungsschwierigkeiten ergeben können, vgl. KölnKommWpHG-Möllers, § 31b Rn. 16.

<sup>1252</sup> Die Definition der geeigneten Gegenpartei (*eligible counterparty*) gem. § 31a Abs. 4 WpHG a.F. (§ 67 Abs. 4 WpHG n.F.) verweist weitgehend auf die Gruppe professioneller Kunden (*professional clients*) gem. § 31a Abs. 2 WpHG a.F. (§ 67 Abs. 2 WpHG n.F.), die als Finanzmarktteilnehmer besonders qualifiziert sind. Erforderlich ist ferner, dass die geeignete Gegenpartei keine Herabstufung gem. § 31b Abs. 1 S. 2 WpHG a.F. (§ 68 Abs. 1 S. 3 WpHG n.F.) beantragt hat.

<sup>1253</sup> Vgl. KölnKommWpHG-Möllers, § 31a Rn. 69.

<sup>1254</sup> Vgl. § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG a.F. (§ 2 Abs. 8 Nr. 4 WpHG n.F.) und § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG; dazu BaFin, Merkblatt Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung v. 17.05.2011 i.d.F. v. 24.07.2013.

<sup>1255</sup> Siehe nur die Pflicht zur Bereitstellung eines Informationsblatts gem. § 15 FinVermV oder die Anfertigung eines Beratungsprotokolls gem. § 18 FinVermV.

<sup>1256</sup> Vgl. Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und

fisch nationales Kapitalanlagemarktsegment jedoch allein Vertriebssituationen gegenüber Privatanlegern umfasst.<sup>1257</sup> Das undifferenzierte Regelungskonzept der FinVermV, die keine Unterscheidung anhand verschiedener Kundengruppen trifft, ist in Ansehung der im institutionellen Marktsegment erheblich verschiedenen Interessen- und Verhandlungssituationen, des gesetzlichen Regelungsauftrags<sup>1258</sup> und dessen fehlender Berücksichtigung durch den Verordnungsgeber somit im Wege der teleologischen Reduktion den Regelungen des WpHG entsprechend anzuwenden.

#### bb) Regulierung von Zuwendungen in alternativen Investmentfonds

Die vorstehend skizzierten Regulierungsvorgaben der MiFID für Zuwendungen schrieb der europäische Gesetzgeber – einem finanzmarktrechtlichen Kohärenzgebot folgend – für den Investmentfondssektor fort. Anknüpfend an eine Integration in den Regelungskanon des OGAW-Regimes durch die OGAW-Durchführungsrichtlinie<sup>1259</sup> fanden aufsichtsrechtliche Rahmenvorgaben für die Zulässigkeit von Zuwendungen auch Eingang in die AIFM-RL<sup>1260</sup>. Aus dem Blick des nationalen Rechtsanwenders sind die Bestimmungen zunächst innerhalb der kapitalanlagerechtlichen Wohlverhaltenspflichten zu verorten. Diese fordern von einer KVG, „bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben [...] ausschließlich im Interesse der Anleger“ (§ 26 Abs. 1 KAGB), ehrlich, sorgfältig und gewissenhaft (§ 26 Abs. 2 Nr. 1 KAGB) sowie im besten Interesse der verwalteten Investmentvermögen oder deren Anleger (§ 26 Abs. 2 Nr. 2 KAGB) zu handeln.<sup>1261</sup> Diese allgemeinen Vorgaben konkretisiert näher Art. 24 AIFM-DV<sup>1262</sup>, der für Tätigkeiten

---

Vermögensanlagenrechts v. 06.06.2011, BT-Drs. 17/6051, S. 30 und S. 43 ff.

<sup>1257</sup> Zur Einordnung des sog. „grauen Kapitalmarkts“ und sog. „geschlossener Fonds“ siehe Kapitel 1 sub I. 4.

<sup>1258</sup> Die Verordnungsermächtigung gem. § 34g Abs. 1 S. 3 GewO enthält ausdrücklich die Maßgabe, „hinsichtlich der Informations-, Beratungs- und Dokumentationspflichten [...] ein dem Abschnitt 11 des Wertpapierhandelsgesetzes vergleichbares Anlegerschutzniveau herzustellen“; vgl. Landmann/Rohmer-Gluckert, § 11 FinVermV Rn. 1.

<sup>1259</sup> Art. 29 der Richtlinie 2010/43/EU der Kommission v. 01.07.2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf organisatorische Anforderungen, Interessenkonflikte, Wohlverhalten, Risikomanagement und den Inhalt der Vereinbarung zwischen Verwahrstelle und Verwaltungsgesellschaft, ABl. EU L 176/42 v. 10.07.2010.

<sup>1260</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. a) AIFM-RL; vgl. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Barac, Art. 12 Rn. 1 ff.

<sup>1261</sup> Vgl. Moritz/Klebeck/Jesch-Geurts/Schubert, § 26 Rn. 22 ff.

<sup>1262</sup> Vgl. auch den Verweis gem. § 26 Abs. 7 KAGB auf die Konkretisierung der AIFM-Wohlverhaltenspflichten in Artt. 16–29 AIFM-DV; die Vorgaben gelten gem. § 2 Abs. 1 KAVerOV auch für OGAW-KVGen.

eines AIFM in weitgehender Entsprechung zu den Vorgaben der MiFID<sup>1263</sup> ein vertraglich nicht abdingbares<sup>1264</sup> Zuwendungsverbot in Verbindung mit einem Rechtfertigungsvorbehalt festschreibt.

So können AIFM gem. Art. 24 Abs. 1 AIFM-DV grundsätzlich „nicht als ehrlich, redlich und im besten Interesse der von ihnen verwalteten AIF oder deren Anlegern handelnd betrachtet werden, wenn sie bei der Wahrnehmung der in Anhang I der AIFM-RL genannten Funktionen<sup>1265</sup> für ausgeführte Tätigkeiten eine Gebühr oder Provision zahlen oder erhalten oder eine nicht in Geldform angebotene Zuwendung gewähren oder erhalten“. Unter dem Oberbegriff der Zuwendung sind dabei in Übertragung der Erwägungen zu § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) sämtliche „geldwerten Vorteile“ zu verstehen, sodass insbesondere Vertriebs-<sup>1266</sup> oder Beratungsvergütungen<sup>1267</sup>, aber auch immaterielle Vorteile wie etwa IT-Dienstleistungen<sup>1268</sup> unabhängig von ihrer Höhe<sup>1269</sup> erfasst sind. Voraussetzung ist jedoch, dass sie „bei der Wahrnehmung“ der Funktion gezahlt oder erhalten werden und demnach ein Zusammenhang mit der Tätigkeit beste-

---

<sup>1263</sup> So sollen gem. Erwgr. 44 S. 2 AIFM-DV aus Gründen der Kohärenz die Grundsätze der MiFID-Durchführungsrichtlinie zu Anreizzahlungen auch für die kollektive Portfolioverwaltung gelten; vgl. ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, Rz. 31 ff.

<sup>1264</sup> Nach altem Recht konnte gem. § 26 Abs. 5 InvVerOV in Spezialfonds mit Zustimmung der Anleger von den Vorgaben zu Zuwendungen abgewichen werden, siehe die Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Investmentgesetz (Investment-Verhaltens- und Organisationsverordnung, InvVerOV) v. 28.06.2011, BGBl. I, S. 1288.

<sup>1265</sup> Von Anhang I AIFM-RL erfasst sind als Anlageverwaltungsfunktionen (Nr. 1) das Portfolio- (a) und das Risikomanagement (b)), sowie als andere Aufgaben (Nr. 2) administrative Tätigkeiten (a)), Vertrieb (b) sowie Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF (c)). Erbringt eine AIF-KVG darüber hinaus im Rahmen einer erweiterten Erlaubnis zugelassene Dienst- und Nebendienstleistungen, so gilt gem. § 5 Abs. 2 KAGB die Regelung des § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) entsprechend; vgl. Beckmann/Scholtz/Vollmer-Beckmann, vor 405 Rn. 90 ff.; zu zulassungsfähigen Nebendienstleistungen siehe bereits oben sub I. 2. b) aa).

<sup>1266</sup> Vgl. noch § 26 Abs. 1 Nr. 1 InvVerOV, der Vertriebsvergütungen nach Maßgabe von Art. 29 Abs. 1 OGAW-Durchführungsrichtlinie ausdrücklich ausnahm. Ausweislich der Begründung der ESMA-Vorschläge zu Level 2-Umsetzungsmaßnahmen sollen an Intermediäre gezahlte Vergütungen ausdrücklich von der Norm erfasst sein, siehe ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, Rz. 32; anders hingegen Baur/Tappen-Steffen, § 26 Rn. 64, die unter Verweis auf die Erwägungsgründe der AIFM-DV allein Zuwendungen i.R.d. Direktvertriebs durch eine KVG als tatbestandlich qualifiziert.

<sup>1267</sup> Siehe zur Einordnung von Sondervergütung in Private Equity-Fonds sogleich sub cc).

<sup>1268</sup> Vgl. KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 19 ff.; Assmann/Schneider-Koller, § 31d Rn. 7; Zingel/Varadinek, BKR 2012, 177, 179; siehe zu vor allem in Hedgefonds relevanten sog. *soft dollar*-Vereinbarungen bereits Kapitel 3 sub II. 2. a).

<sup>1269</sup> So zu Recht KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 23; Assmann/Schneider-Koller, § 31d Rn. 6. Eine „Bagatellschwelle“ findet auch in Art. 24 bzw. den Erwägungsgründen der AIFM-DV keine Stütze.

hen muss.<sup>1270</sup>

Ausnahmen von diesem Grundsatz werden in drei Fällen eröffnet: Zunächst sind gem. Art. 24 Abs. 1 lit. c) AIFM-DV „sachgerechte Gebühren“ ausgenommen, sofern sie die Dienstleistungserbringung ermöglichen oder hierfür notwendig sind und sie „wesensbedingt keine Konflikte“ mit der Interessenwahrungspflicht des AIFM hervorrufen.<sup>1271</sup> Darüber hinaus sind gem. Art. 24 Abs. 1 lit. a) AIFM-DV Zuwendungen ausgenommen, „die dem AIF oder einer für ihn handelnden Person gezahlt“ oder von diesen gewährt werden. Erfasst sind hiervon die vereinbarten Vergütungs- und Kostenerstattungsregelungen im bilateralen Verhältnis zwischen AIF und KVG, sodass eine Tatbestandsmäßigkeit der Zahlung eine hinreichende vertragliche Dokumentation voraussetzt.<sup>1272</sup>

Eine große praktische Relevanz kommt jedoch der Ausnahme gem. Art. 24 Abs. 1 lit. b) AIFM-DV zu, die solche Zuwendungen erfasst, die „einem Dritten oder einer für ihn handelnden Person gezahlt bzw. von einer dieser Personen gewährt“ werden.<sup>1273</sup> Dritter im Sinne der Norm ist dabei jede natürliche oder juristische Person, die außerhalb der triangulären Rechtsbeziehung zwischen Anleger, KVG und AIF steht, sodass auch Portfoliogesellschaften eines AIF als Dritte einzuordnen sind.<sup>1274</sup> Vom Sinn und Zweck der Vorschrift sind ferner auch Zuwendungen an Organmitglieder oder Angestellte der KVG bzw. des AIF sowie auch solche des Anlegers erfasst, da ein durch die Bestimmung zu verhindernder Interessenkonflikt im Falle von Zuwendungen an Beschäftigte in zumindest ebenso hohem Maße besteht.<sup>1275</sup> Diese sog. Drittzuwendungen sind nur dann zu-

---

<sup>1270</sup> Ein bloß mittelbarer Zusammenhang mit der Funktionswahrnehmung kann bei geringwertigen Zuwendungen entfallen, vgl. KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 27 f.

<sup>1271</sup> Der Verordnungswortlaut nennt ausdrücklich „Verwahrungsgebühren, Abwicklungs- und Handelsplatzgebühren, Verwaltungsabgaben oder gesetzliche Gebühren“.

<sup>1272</sup> Vgl. Baur/Tappen-Steffen, § 26 Rn. 63, der unter Verweis auf die Begründung zum früheren § 26 Abs. 1 InvVerOV alle in den Anlagebedingungen im Rahmen der Kostenklausel erfassten Vergütungen als erfasst ansieht.

<sup>1273</sup> Vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 14 ff.

<sup>1274</sup> Vgl. zum Begriff des Dritten i.S.d. § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 30 ff.; Assmann/Schneider-Koller, § 31d Rn. 13; Zingel/Varadinek, BKR 2012, 177, 179.

<sup>1275</sup> Vgl. KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 32. Bedeutung erlangt ein solches Normverständnis insbesondere vor dem Hintergrund von Vorkommnissen, in denen Fondsmanager den für Anlageentscheidungen verantwortlichen Mitarbeitern institutioneller Kapitalanlagestellen im Gegenzug für die Gewährung einer Kapitalzusage finanzielle Vorteile gewährten, vgl. zu dem mit Kick-Back-Zahlungen an den ehemaligen CEO verbundenen sog. „pay-to-play“-Skandal des US-Pensionsfonds CalPERS Corkery/Emshwiller, WSJ Online v. 18.03.2013.

lässig, wenn den Anlegern gem. Art. 24 Abs. 1 lit. b) i) AIFM-DV vor Erbringung der betreffenden Dienstleistung die Existenz, die Art und der Betrag der konkreten Zuwendung offengelegt werden und die Gewährung der Zuwendung gem. Art. 24 Abs. 1 lit. b) ii) AIFM-DV auf eine Verbesserung der Dienstleistungsqualität ausgelegt ist sowie keine Interessenkonflikte des AIFM begründet. Die Offenlegungsanforderungen relativiert Art. 24 Abs. 2 AIFM-DV insoweit, als eine zusammenfassende Offenlegung der „wesentlichen Bestimmungen der Vereinbarung“ für ausreichend erachtet wird und mithin im Jahresbericht erfolgen kann, wenn der AIFM auf Nachfrage weitere Einzelheiten offenlegt.<sup>1276</sup> Einer Konkretisierung bedarf hingegen das zweite Kriterium der Qualitätsverbesserung. In Ermangelung näherer Anhaltspunkte im Gesetzgebungsverfahren der AIFM-RL können hierzu Kriterien des CESR in Bezug auf Umsetzungsakte der OGAW IV-RL herangezogen werden.<sup>1277</sup> Demnach sind neben Art und Umfang der erbrachten Dienstleistung bzw. der Zuwendung insbesondere der zu erwartende Vorteil für den Fonds bzw. die Anleger sowie jener der KVG, mögliche interessenkonfliktinduzierende Anreizwirkungen und die Beziehung zwischen der KVG und der die Zuwendung gewährenden bzw. erhaltenden Person zu betrachten.<sup>1278</sup>

Das Kriterium der Vermeidung von Interessenkonflikten ist dabei von zentraler Bedeutung und findet neben der Berücksichtigung als allgemeine Verhaltensregel gem. § 26 Abs. 2 Nr. 3 KAGB eine nähere Ausformung in § 27 KAGB i.V.m. Artt. 30–37 AIFM-DV.<sup>1279</sup> Demnach trifft eine AIF-KVG für gesetzlich definierte Arten von Interessen-

---

<sup>1276</sup> Erwgr. 44 S. 3 AIFM-DV ist zu entnehmen, dass „Existenz, Art und Höhe der Gebühr, Provision oder Zuwendung“ oder deren Berechnungsmethode im Jahresbericht offengelegt werden „sollten“. In Publikumsinvestmentvermögen ist eine Offenlegung hingegen gesetzlich zwingend (gem. § 101 Abs. 2 Nr. 3 KAGB im Jahresbericht und gem. § 165 Abs. 3 Nr. 8 KAGB im Verkaufsprospekt); vgl. Baur/Tappen-Steffen, § 26 Rn. 63.

<sup>1277</sup> Baur/Tappen-Steffen, § 26 Rn. 63 unter Verweis auf CESR’s technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the UCITS management company passport v. 28.10.2009, CESR/09-963, S. 77 Rn. 49.

<sup>1278</sup> Baur/Tappen-Steffen, § 26 Rn. 63.

<sup>1279</sup> Vgl. Erwgr. 22, 29, 80 und 81 sowie Art. 14 AIFM-RL; Erwgr. 47–51 AIFM-DV; ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, S. 53 Rn. 7 ff.; Klebeck/Zollinger, BB 2013, 459, 462 f. Vorgaben für Interessenkonflikte sind ein zentrales aufsichtsrechtliches Element für Finanzintermediäre (vgl. §§ 31 ff. WpHG a.F. bzw. §§ 63 ff. WpHG n.F.). Regelungen zu Interessenkonflikten bestehen zudem für eine Vielzahl fremdinteressennütziger Dienstleistungen durch sog. Fremdinteressenwahrer, sowohl im allgemeinen Zivilrecht (z.B. §§ 181, 662 ff., 675 ff. BGB), für Gesellschaftsorgane (z.B. §§ 35 ff. GmbHG, §§ 76 ff. AktG) und für Freie Berufe (z.B. für Rechtsanwälte das Verbot widerstreitende Interessen zu vertreten, § 43a Abs. 4 BRAO i.V.m. § 3 BORA). Vgl. systematisierend zum Pflichteninhalt Kumpan, Interessenkonflikt, S. 87 ff.

konflikten<sup>1280</sup> eine Pflicht zur deren Ermittlung, Vorbeugung, Beilegung und Beobachtung durch geeignete organisatorische und administrative Vorkehrungen.<sup>1281</sup> Ist ein Interessenkonflikt nicht zu vermeiden und eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen zu besorgen, so sind die Anleger gem. § 27 Abs. 4 KAGB bevor die AIF-KVG das betreffende Geschäft tätigt über die allgemeine Art und die Quelle des Interessenkonflikts in Kenntnis zu setzen und Interessenkonflikte *ex post* zu dokumentieren.<sup>1282</sup> Abschließend ist zu vermerken, dass eine Fortentwicklung der Zuwendungsgrundsätze i.S.d. Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) nach Verlautbarungen der Aufsicht eine Prägung für Inhalt und Reichweite der Zuwendungsregulierung der AIFM-RL entfalten soll.<sup>1283</sup> Aufgrund der rechtstatsächlichen Vergleichbarkeit von Interessenkonflikten in Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kapitalverwaltungsgesellschaften wäre eine Konvergenz der Zuwendungsregulierung zu begrüßen.

#### cc) Einordnung von Sondervergütungen in Private Equity-Fonds

In engem Zusammenhang mit der Regulierung von Zuwendungen steht die aufsichtsrechtliche Bewertung sog. Sondervergütungen<sup>1284</sup>, die oftmals in Private Equity-Fonds von Portfoliounternehmen an Gesellschaften bzw. Personen des Fondsmanagements gezahlt werden. Nicht in Zweifel steht bereits die abstrakte Zulässigkeit der Erbringung von Beratungsdienstleistungen durch eine externe AIF-KVG gegenüber Portfoliounternehmen eines von ihr verwalteten AIF, da es sich hierbei ausweislich des Richtlinienartikels um eine zulässige Funktion der kollektiven Vermögensverwaltung handelt.<sup>1285</sup> Vergütungen für transaktionsbezogene, strategische oder operative Beratungsdienstleistungen

---

<sup>1280</sup> So definiert § 27 Abs. 1 Nr. 1 KAGB (vgl. auch Art. 30 AIFM-DV) als Fallgruppe potentieller Interessenkonflikte insbesondere solche zwischen der KVG sowie ihren Führungskräften, Mitarbeitern oder anderen, über ein Kontrollverhältnis direkt oder indirekt mit der KVG verbundenen, Personen einerseits und dem verwalteten Investmentvermögen oder dessen Anlegern andererseits.

<sup>1281</sup> Vgl. zum Umfang dieser Pflicht Baur/Tappen-Steffen, § 27 Rn. 12 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 27 Rn. 3 ff.

<sup>1282</sup> Eine Dokumentationspflicht besteht gem. Art. 35 Abs. 1 AIFM-DV zu aufgetretenen Interessenkonflikten, bei denen mit hoher Wahrscheinlichkeit Anlegerinteressen beeinträchtigt wurden, vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 27 Rn. 20.

<sup>1283</sup> So ausdrücklich ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, Rz. 33 („*should be aligned*“).

<sup>1284</sup> Siehe zur ökonomischen Einordnung von Sondervergütungen bereits Kapitel 3 sub II. 3. a).

<sup>1285</sup> Ausdrücklich als Nebentätigkeit im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF erfasst sind gem. Anhang I Nr. 2 lit. c) AIFM-RL „die Beratung von Unternehmen über die Kapitalstruktur, die industrielle Strategie und damit verbundene Fragen, Beratungs- und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Fusionen und dem Erwerb von Unternehmen (...)“.

gen sind demnach aufsichtsrechtlich grundsätzlich zulässig.<sup>1286</sup> Entsprechendes gilt auch aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive für die Vergütung von Mitgliedern des Fondsmanagements im Rahmen der Wahrnehmung von Organfunktionen auf Ebene einer Portfoliogesellschaft (z.B. Aufsichts- bzw. Beiratsvergütungen). Gleichwohl sind Sondervergütungen an den aufsichtsrechtlichen Kontrollmaßstäben für Zuwendungen und Interessenkonflikte zu messen.

Die rechtliche Einordnung von Sondervergütungen als Zuwendung i.S.d. Art. 24 Abs. 1 AIFM-DV erfordert zunächst eine präzise Identifikation des Regulierungssubjekts. Der Wortlaut der Norm adressiert zunächst nur den AIFM, sodass zwischen zwei Sachverhaltsvarianten zu unterscheiden ist. Fließt die Sondervergütung unmittelbar der (externen) AIF-KVG zu, so erhält sie diese Zuwendung selbst. Fraglich erscheint jedoch, ob auch Vergütungen erfasst sind, die nicht unmittelbar durch die AIF-KVG bzw. ihre Organe gewährt bzw. erhalten werden. Nicht als durch den AIFM gewährte bzw. erhaltene Gebühr oder Zuwendung sind daher etwa Zahlungsvorgänge im Rahmen des operativen Geschäfts von Portfoliogesellschaften einzuordnen. Wird aber auf Grundlage einer Vereinbarung zwischen einer Portfoliogesellschaft und einem Rechtssubjekt, mit dem die AIF-KVG rechtlich oder wirtschaftlich verbunden ist bzw. dem sie nahe steht, eine Leistung bzw. Tätigkeit vergütet, wird diese zumindest mittelbar dem Vermögen des AIF entnommen. Sie ist jedenfalls dann als durch den AIFM „gewährte“ Zuwendung zu qualifizieren, wenn der AIFM im Rahmen der Wahrnehmung seiner Verwaltungsfunktion Einfluss auf die konkrete Art und Höhe der Vereinbarung hat. Eine solche Einflusskompetenz ist jedenfalls dann zu bejahen, wenn der Anlass, die Umstände und die rechtlichen Befugnisse des AIFM<sup>1287</sup> im Rahmen der zugrunde liegenden Vereinbarung eine Beteiligung des AIFM erkennen lassen. Demnach sind Transaktions-, Überwachungs- und Beratungsgebühren auch dann als durch den AIFM gewährte Zuwendungen zu qualifizieren, wenn sie formal durch eine Portfoliogesellschaft oder durch den AIF gewährt und von einem mit dem AIFM wirtschaftlich eng verbundenen Dritten (z.B. „Operating Partner“) empfangen werden. Entscheidend ist hierbei neben dem Gebot der Vermei-

---

<sup>1286</sup> Dies gilt auch in geschlossenen Publikumsinvestmentvermögen, vgl. BaFin, Musterkostenklauseln 2014, S. 9 f.

<sup>1287</sup> Da Portfoliogesellschaften regelmäßig in der Rechtsform einer GmbH strukturiert sind, ist aus rechtlicher Perspektive das Weisungsrecht der AIF-KVG gem. § 37 Abs. 1 GmbHG als Vertreterin des AIF zu berücksichtigen.

dung von Umgehungen<sup>1288</sup> aufgrund des Normtelos des Art. 24 AIFM-DV auf die abstrakte Eignung der Vereinbarung zur Begründung eines Interessenkonflikts abzustellen, die aufgrund der besonderen Nähe des die Zahlung veranlassenden AIFM und des Begünstigten anzunehmen ist.

Die betrachteten Sondervergütungen werden auch regelmäßig auf Grundlage einer Vereinbarung entrichtet, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der Portfolioverwaltung steht und werden damit i.S.d. Art. 24 Abs. 1 AIFM-DV „bei der Wahrnehmung“ der Funktion der kollektiven Vermögensverwaltung gezahlt. Im Rahmen der Rechtfertigung des Zuwendungstatbestands ist zwischen den vorgenannten Fallkonstellationen zu differenzieren. Handelt es sich bei dem verwalteten AIF selbst um den Zuwendungsempfänger, so kommt eine Rechtfertigung gem. Art. 24 Abs. 1 lit. a) AIFM-DV in Betracht, wenn die Parameter der zugrunde liegenden Vereinbarung bereits im Rahmen der Fondsdokumentation durch die Kostenklausel erfasst wurden.<sup>1289</sup> In Zusammenschau mit den aufsichtsrechtlichen Vorgaben zu Interessenkonflikten ist entscheidend darauf abzustellen, ob die Vereinbarung der Fondsdokumentation eine Vereinbarung zur Verrechnung von Sondervergütungen mit der jährlichen Verwaltungsvergütung (*fee offset*) trifft und vertragliche Obergrenzen (*cap*) beinhaltet. Entsprechendes gilt für den Fall, dass die Vergütung der AIF-KVG als einer für den AIF handelnden Person i.S.d. Art. 24 Abs. 1 lit. a) AIFM-DV gewährt wird.

Ist der Zuwendungsempfänger hingegen ein Dritter, kommt alleine eine Rechtfertigung als sog. Drittzuwendung gem. Art. 24 Abs. 1 lit. b) AIFM-DV in Betracht. Dabei ist dem Willen des europäischen Gesetzgebers zur kohärenten Anwendung der finanzmarktrechtlichen Regelungen folgend der weite Begriff des Dritten i.R.d. Zuwendungstatbestandes der MiFID entsprechend heranzuziehen. Demnach sind auch rechtlich oder wirtschaftlich mit der AIF-KVG verbundene oder sonst nahestehende Personen als Dritte zu qualifizieren, sodass insbesondere Vergütungen für Beratungsdienstleistungen an dem Fondsmanagement nahestehende Personen (z.B. Operating Partner oder Beiratsmitglieder) als aufsichtsrechtlich erfasste Zuwendungen einzuordnen sind. Soweit diese

---

<sup>1288</sup> Vgl. für eine Erstreckung des Anwendungsbereichs des § 31d WpHG a.F. (§ 70 WpHG n.F.) auf konzernangehörige Unternehmen KölnKommWpHG-Möllers/Wenninger, § 31d Rn. 31; Assmann/Schneider-Koller, § 31d Rn. 14; a.A. Schwark/Zimmer-Koch, § 31d WpHG Rn. 27.

<sup>1289</sup> Siehe zu den Anforderungen an die Offenlegung von Zuwendungen bereits soeben sub bb).

geeignet sind, Interessenkonflikte zu begründen, sind sie über Art. 24 Abs. 2 AIFM-DV hinaus gem. § 27 Abs. 4 KAGB gegenüber den Anlegern einzelfallbezogen offenzulegen und die Umstände, die eine Qualitätsverbesserung der Beratungsdienstleistung erwarten lassen, gem. Art. 24 Abs. 1 lit. b) ii) AIFM-DV hinreichend zu dokumentieren.

Besondere vergütungsbezogene Transparenzpflichten könnten sich darüber hinaus für Anlagestrategien ergeben, die den besonderen Vorgaben der §§ 287 ff. KAGB unterliegen.<sup>1290</sup> Mit Kontrollerwerb einer AIF-KVG über ein nicht börsennotiertes Unternehmen sind gem. § 290 Abs. 5 KAGB der Bundesanstalt und den Anlegern „Angaben zur Finanzierung des Erwerbs“ vorzulegen. Der Umfang dieser Informationspflicht ist indes vor dem Hintergrund des Normzwecks zu betrachten, der primär auf den Schutz der Anleger und der Finanzmarktstabilität vor fremdkapitalinduzierten Risiken zielt.<sup>1291</sup> In Anbetracht der regelmäßig geschäftlich sensible Informationen beinhaltenden Details einer Finanzierungsstruktur sind allein Informationen offenzulegen, aus denen die wesentlichen Finanzierungsrisiken des konkreten Anteilserwerbs abzuleiten sind.<sup>1292</sup> In Zusammenhang mit einer Transaktion gezahlte Beratungsvergütungen<sup>1293</sup> vermögen solche Risiken jedoch nicht zu begründen und sind damit nicht als Angabe zur Erwerbsfinanzierung offenlegungspflichtig.

#### d) Gebührenvereinbarungen in der Beteiligungsstruktur

##### aa) Anlegergleichbehandlung und Nebenvereinbarungen

Als allgemeiner Grundsatz bestimmt § 26 Abs. 3 Hs. 1 KAGB für alle Formen von Investmentvermögen, dass eine AIF-KVG keinem Anleger in einem AIF eine Vorzugsbehandlung gewähren darf.<sup>1294</sup> Die Norm konkretisiert damit das Erfordernis gem. § 26 Abs. 2 Nr. 5 KAGB i.V.m. Art. 23 Abs. 1 AIFM-DV alle Anleger fair zu behandeln.<sup>1295</sup>

---

<sup>1290</sup> Siehe zu den strategiespezifischen Vorgaben für Private Equity-Fonds bereits oben sub I. 2. b) bb).

<sup>1291</sup> Vgl. Baur/Tappen-*Behme*, § 290 Rn. 45, der die abweichende Schutzrichtung der Norm zu den übernahmerechtlichen Finanzierungsangaben in den Angebotsunterlagen gem. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG hervorhebt; Weitnauer/Boxberger/Anders-*Swoboda*, § 290 Rn. 19 ff.

<sup>1292</sup> Vgl. Baur/Tappen-*Behme*, § 290 Rn. 46; Weitnauer/Boxberger/Anders-*Swoboda*, § 290 Rn. 20.

<sup>1293</sup> Dies betrifft die neben der AIF-KVG regelmäßig an Unternehmenstransaktionen beteiligten Intermediäre wie z.B. Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Unternehmensberater.

<sup>1294</sup> Vgl. bereits zu dem Gleichbehandlungsgebot gem. § 9 InvG i.V.m. § 20 Abs. 1 S. 1 InvVerOV (Pflicht, eine „gerechte Behandlung“ der Anleger zu gewährleisten) Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-*Steck*, § 9 Rn. 34 ff.

<sup>1295</sup> Die Normen gehen auf Art. 12 Abs. 1 lit. f) AIFM-RL zurück; vgl. Dornsei-

Seinen normativen Ursprung findet dieser Grundsatz der Anlegergleichbehandlung in allgemeinen gleichheitsrechtlichen Erwägungen, die in verschiedenen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Prinzipien einfachgesetzliche Ausprägungen erfahren haben.<sup>1296</sup> Vor dem Hintergrund dieses kapitalanlagerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes erscheint fraglich, ob und in welchem Umfang eine AIF-KVG einzelnen Anlegern bzw. Anlegergruppen Vorzugskonditionen einräumen darf.

Bislang entsprach es verbreiteter Marktpraxis, dass Fondsmanager ausgewählten Anlegern in Nebenvereinbarungen (sog. *side letters*)<sup>1297</sup> individuelle Gebührenermäßigungen<sup>1298</sup> gewährten. Als zentrales Motiv für diese Praxis sind neben der besonderen Verhandlungsmacht großer institutioneller Anleger insbesondere Signaleffekte im Rahmen der Kapitaleinwerbung auszumachen. So können Kapitalzusagen frühzeitig beitretender Anleger entweder aufgrund einer individuell hohen Beteiligungszusage und besonderer Reputation (sog. Ankerinvestor)<sup>1299</sup> oder der bloßen Gewährleistung einer gesicherten Fondsfinanzierung (sog. Gründungsinvestoren) Signalwirkung für weitere Anleger entfalten, die sich in der Folge ebenfalls an dem Fonds beteiligen.<sup>1300</sup> Die Vereinbarung von Gebührennachlässen erhöht damit regelmäßig den Erwartungswert des Fondsmanagers, die Gesamtkapitalzusagen weiter zu steigern. Die Ungleichbehandlung zwischen bevorzugten Gründungsinvestoren und später zu höheren Gebührenkonditionen beitretenden Anlegern ist auch ökonomisch gerechtfertigt. In der Situation einer Fondsgründung – insbesondere durch einen Fondsmanager ohne bzw. mit nur kurzem Track Record – unterliegen sämtliche potentielle Anleger (Prinzipale) gegenüber dem Manager (Agenten) hohen Informationsasymmetrien, deren Verringerung durch Anlageprüfungen

---

fer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Barac, Art. 12 Rn. 31 ff.

<sup>1296</sup> Siehe auch § 53a AktG, § 15a WpHG a.F.; § 39 Abs. 1 BörsG, § 4 S. 2 SchVG; vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Steck, § 9 Rn. 34 ff.; Schwark/Zimmer-Zimmer/Osterloh, § 15a WpHG Rn. 15; Merkt, Unternehmenspublizität, S. 140; MünchKommAktG-Bungeroth, § 53a Rn. 1 ff.

<sup>1297</sup> Siehe dazu bereits oben sub III. 1. b) cc).

<sup>1298</sup> Vgl. zur Praxis dieser Gebührenermäßigungen (*fee discounts* bzw. *fee waivers*) Foley, FT Online v. 23.02.2015.

<sup>1299</sup> Vgl. Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 21.

<sup>1300</sup> Vgl. zu Gründen von US-Wertpapierfondsmanagern Christoffersen, 56 J. Fin. 1117, 1123 ff. (2001); insbesondere junge Fondsmanager gewähren Gründungsinvestoren aufgrund der Schwierigkeiten in der Kapitaleinwerbung oft besondere Anteilsklassen (*founders' shares*), Foley, FT Online v. 23.02.2015.

(Due Diligence) mit Kosten verbunden ist.<sup>1301</sup> Da institutionelle Anleger über unterschiedliche fachliche Ressourcen verfügen, besteht für kleinere institutionelle Anleger ein Anreiz, ihre Zusage von der Beteiligung eines qualifizierten Ankerinvestors abhängig zu machen. Innerhalb der Gruppe der potentiellen Anleger besteht damit ein sog. Trittbrettfahrer-Problem, da später beitretende Anleger aufgrund der vorausgegangenen Anlageprüfung eines Ankerinvestors und daraus resultierenden Reputationssignalen eigene Prüfkosten verringern können.<sup>1302</sup> Weitere Trittbrettfahrer-Effekte können während der Fondslaufzeit auftreten, indem kleinere Anleger aus dem Ressourceneinsatz größerer Anleger – etwa in Prüf- und Überwachungsfunktionen – einen Nutzen ziehen können. Die Gewährung von Gebührennachlässen bzw. Sonderkonditionen in Abhängigkeit von den fachlichen Ressourcen, dem Beitrittszeitpunkt oder der Höhe der Kapitalzusage eines Anlegers stellt sich demnach sowohl vor als auch nach Fondsbeitritt als geeignete Maßnahme zur ökonomischen Gleichbehandlung der Anleger dar.

Eine Ausnahme vom Grundsatz der Anlegergleichbehandlung eröffnet § 26 Abs. 3 Hs. 2 KAGB für den Fall, dass eine solche Vorzugsbehandlung in den Anlagebedingungen, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag des entsprechenden AIF vorgesehen ist. Ferner ist gem. Art. 23 Abs. 2 AIFM-DV sicherzustellen, dass eine Vorzugsbehandlung für die anderen Anleger „keine wesentliche Benachteiligung“ mit sich bringt. Nähere Anforderungen an die in der Fondsdokumentation zu treffende Vereinbarung ergeben sich aus den einschlägigen Rechtsvorschriften jedoch nicht, sodass sie unter Berücksichtigung der Interessenlage zwischen einer Mehrzahl von Anlegern zu präzisieren ist. Zwar stellt sich die Vereinbarung unterschiedlicher Gebührensätze als formale Ungleichbehandlung verschiedener Anleger dar, die jedoch zunächst in Zusammenhang mit der administrativen Kostenbelastung unterschiedlicher Beteiligungsvolumina zu betrachten ist. Diesen ökonomischen Befund spiegelt die Marktpraxis durch die Ausgestaltung unterschiedlicher Anteilklassen („Tranchen“) eines Investmentvermögens wider, deren Zulässigkeit auch ausdrücklich aufsichtsrechtlichen Niederschlag gefunden hat.<sup>1303</sup> Ist

---

<sup>1301</sup> Es handelt sich hierbei um einen Prinzipal-Agent-Konflikt vom Typ adverse Selektion durch Informationsdefizite vor Vertragsschluss, siehe dazu bereits Kapitel 2 sub I. 2. b) aa).

<sup>1302</sup> Siehe zu Trittbrettfahrer-Problemen (*free riding*) im Rahmen von Prinzipal-Prinzipal-Konflikten oben Kapitel 2 sub I. 2. a) und sub II. 2. a).

<sup>1303</sup> Die unmittelbar für Sondervermögen anwendbare Regelungen von Anteilklassen gem. § 96 Abs. 1 KAGB (vgl. bereits § 34 Abs. 1 InvG) ist über Verweise auch auf Investmentaktiengesellschaften mit

die Ungleichbehandlung damit bereits in formalen Kriterien – regelmäßig der Höhe der Mindestbeteiligungssumme – angelegt, die für alle die Kriterien erfüllenden Anleger gleichermaßen gelten, so qualifizieren andere Konditionen einer institutionellen Anteilklasse gegenüber einer Anteilklasse für Privatanleger bereits tatbestandlich nicht als Vorzugskondition i.S.d. § 26 Abs. 3 KAGB. Entsprechendes gilt für die Ausgestaltung von Co-Investment- oder Carried Interest-Strukturen für Mitglieder des Fondsmanagements,<sup>1304</sup> sofern die Merkmale der unterschiedlich ausgestalteten Anteilsstruktur bereits im Zeitpunkt des Fondsbeitritts festgeschrieben und den Anlegern offengelegt sind. Diese grundsätzliche Zulässigkeit der Ausgestaltung unterschiedlichen Gebührenkonditionen unterliegenden Anteilklassen ist ferner auch mit engeren Vorgaben für Publikums-AIF vereinbar.<sup>1305</sup>

Anders verhält es sich hingegen mit nach Fondsbeitritt einzelnen Anlegern individuell eingeräumten Gebührennachlässen, die typischerweise in Nebenvereinbarungen zu der allgemeinen Fondsdokumentation vereinbart werden und damit innerhalb einer Anteilklasse gewährt werden. Aus ökonomischer Perspektive findet diese formale Vorzugsbehandlung individueller Anleger regelmäßig eine Rechtfertigung in positiven Effekten, an denen auch die übrigen Anleger partizipieren. Eine „wesentliche Benachteiligung“ i.S.d. Art. 23 Abs. 2 AIFM-DV ist somit regelmäßig auszuschließen, sodass es allein gem. § 26 Abs. 3 Hs. 2 KAGB einer Vereinbarung über die Zulässigkeit der Gewährung von Vorzugskonditionen in der Fondsdokumentation bedarf. Diese Angaben konkretisiert für den Inhalt des in Spezial-AIF erforderlichen Vertriebsdokuments § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 14 KAGB dahingehend, dass die Behandlung, die Art der Anleger die diese erhalten sowie mögliche rechtliche oder wirtschaftliche Verbindungen zwischen diesen und dem AIF oder dem AIFM anzugeben sind.<sup>1306</sup> Nach Auffassung der ESMA soll eine unfaire Behandlung der Anleger durch die Gewährung von Vorzugskonditionen

---

veränderlichem Kapital (§ 108 Abs. 4 KAGB) und geschlossene Investmentkommanditgesellschaften (§ 149 Abs. 2 KAGB) entsprechend anwendbar; vgl. zum Regelungszweck Baur/Tappen-Lammel/Feller, § 96 Rn. Rn. 4 ff.

<sup>1304</sup> Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 21.

<sup>1305</sup> In Publikums-AIF liegt gem. § 2 Abs. 2 KAVerOV eine wesentliche Benachteiligung bereits dann vor, wenn sich die Ungleichbehandlung auf die Gewinn- und Verlustzuweisung bezieht. Nach zutreffender Ansicht bezieht sich diese Beschränkung jedoch nicht auf unterschiedliche Anteilklassen, Weitnauer/Boxberger/Anders-Swoboda, § 26 Rn. 27 und Rn. 30.

<sup>1306</sup> Vergleichbare Angaben erfordert § 165 Abs. 2 Nr. 27 KAGB für den Verkaufsprospekt eines Publikumsinvestmentvermögens.

jedenfalls dann verhindert werden können, wenn nicht bevorzugte Anleger nach Maßgabe einer Meistbegünstigtenklausel (sog. *most favoured nation clause*, MFN-Klausel)<sup>1307</sup> ebenfalls von den Sondervereinbarungen profitieren können oder ihnen das Recht zur Anteilsrückgabe vor Fondsschließung eingeräumt wird.<sup>1308</sup> Dabei muss es wegen der zugrundeliegenden ökonomischen Zusammenhänge indes zulässig sein, dass eine MFN-Klausel die Gewährung der Vorzugskonditionen an bestimmte Voraussetzungen knüpft und etwa auf solche Anleger beschränkt, deren Beteiligungskapital zumindest der Höhe des bevorzugten Anlegers entspricht. Gewährt eine AIF-KVG demnach auf Grundlage einer den gesetzlichen Anforderungen genügenden Vereinbarung einzelnen Anlegern vorteilhafte Gebührenkonditionen, verstößt sie nicht gegen den Grundsatz der Anlegergleichbehandlung gem. § 26 Abs. 3 KAGB.

#### bb) Liquiditätssteuernde Anreizgebührensyste in offenen AIF

Die Verwaltung offener Investmentvermögen ist wegen der Zulässigkeit von Anteilsrückgaben mit Liquiditätsrisiken verbunden. Eine Steuerung des Rückgabeverhaltens der Anleger verfolgen in Hedgefonds ausdifferenzierte Rückgabevereinbarungen, deren integraler Bestandteil regelmäßig Rückgabegebühren sind.<sup>1309</sup> Die Bewertung der rechtlichen Zulässigkeit entsprechender Vereinbarungen muss daher insbesondere diese verhaltenssteuernde Anreizfunktion in den Blick nehmen.

Eine KVG muss gem. § 30 Abs. 1 S. 1 KAGB für jedes von ihr verwaltete Investmentvermögen, sofern es sich nicht um einen geschlossenen AIF ohne Leverage handelt, über ein angemessenes Liquiditätsmanagementsystem verfügen.<sup>1310</sup> Dieses ist als Teil des Risikomanagements einzuordnen und wird durch die Artt. 46–49 AIFM-DV näher konkretisiert.<sup>1311</sup> Die KVG hat gem. § 30 Abs. 1 S. 2 KAGB Verfahren festzulegen, die eine Überwachung der Liquiditätsrisiken und die Kongruenz zwischen dem Liquiditäts-

---

<sup>1307</sup> Die kapitalanlagerechtliche Terminologie der sog. MFN-Klausel entstammt dem internationalen Handelsrecht und stellt ein Grundprinzip des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens v. 30.10.1947 (General Agreement on Tariffs and Trade, GATT) dar (vgl. Art. I Abs. 1 GATT).

<sup>1308</sup> ESMA, Consultation Paper – ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive v. 13.07.2011, ESMA/2011/209, S. 53 Rz. 36 f.

<sup>1309</sup> Siehe zu liquiditätsbezogenen Gebührenvereinbarungen in Hedgefonds bereits Kapitel 1 sub II. 2. b); vgl. zu Rückgabegebühren auch *Zetzsche*, Prinzipien, S. 710 ff.

<sup>1310</sup> Vgl. Art. 16 Abs. 1 AIFM-RL.

<sup>1311</sup> Vgl. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollman-Josek, Art. 16 Rn. 1 ff.; Boxberger/Weitnauer/Anders-Swoboda, § 30 Rn. 1 ff.

profil der Anlagen und den Verbindlichkeiten des Investmentvermögens sicherstellen.<sup>1312</sup> Zudem müssen gem. § 30 Abs. 3 KAGB die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze jedes Investmentvermögens übereinstimmen.<sup>1313</sup> Als Mechanismen des kontinuierlichen Liquiditätsmanagements sind unter anderem Liquiditätslimits festzulegen und regelmäßig Stresstests durchzuführen.<sup>1314</sup>

Aufsichtsrechtliche Berücksichtigung findet darüber hinaus auch die Beteiligungsstruktur. Im Rahmen des Liquiditätsmanagementsystems muss der AIFM gem. Art. 47 Abs. 1 lit. b) S. 2 AIFM-DV unter anderem „das Profil der Anlegerbasis des AIF [...], den relativen Umfang der Anlagen und die Rücknahmebedingungen, die für diese Anlagen gelten“ berücksichtigen. Nach Art. 49 Abs. 1 AIFM-DV „werden die Anlagestrategie, das Liquiditätsprofil und die Rücknahmegrundsätze [...] als kohärent angesehen, wenn die Anleger die Möglichkeit haben, ihre Anlagen in einer der fairen Behandlung aller AIF-Anleger entsprechenden Art und im Einklang mit den Rücknahmegrundsätzen des AIF und seinen Verpflichtungen zurückzunehmen.“ Eine Steuerung von Liquiditätsrisiken über rückgabebezogene Gebührenvereinbarungen ist demnach grundsätzlich zulässig, sofern eine faire Behandlung der Anleger gewährleistet ist.

Im Zusammenhang mit den Vorgaben für Interessenkonflikte für offene AIF ist zudem gem. Art. 32 AIFM-DV zu beachten, dass ein AIFM Interessenkonflikte zwischen Anlegern, die ihre Anlagen zurücknehmen wollen, und Anlegern, die ihre Anlagen im AIF aufrechterhalten, ermittelt, steuert und überwacht. Da eine Vermeidung dieses Interessenkonflikts außerhalb einer vollständigen Liquidierung des AIF unmöglich ist, sind die Interessenkonflikte gem. Art. 34 AIFM-DV angemessen zu steuern. Als ein geeignetes Steuerungsinstrument erweisen sich Rückgabegebühren jedoch nur dann, wenn sie eine Kompensationsfunktion für unmittelbar oder mittelbar von den verbleibenden Anlegern getragene transaktionsbezogene Kosten erfüllen.

Die intendierte Wirkung von Rückgabebedingungen ist eine Verbesserung der Fristenkongruenz zwischen Anleger- und Anlagekapital, indem Anteilsrückgaben erschwert

---

<sup>1312</sup> Vgl. Art. 16 Abs. 2 AIFM-RL („schlüssig ineinander greifen“).

<sup>1313</sup> Dies muss gem. Art. 46 Abs. 1 AIFM-DV der Aufsicht gegenüber nachgewiesen werden können; dazu sind Grundsätze und Verfahren für das Liquiditätsmanagement gem. Art. 47 Abs. 2 AIFM-DV zu dokumentieren.

<sup>1314</sup> Vgl. § 30 Abs. 2 KAGB i.V.m. Art. 48 AIFM-DV zu Liquiditätslimits (Abs. 1) und Stresstests (Abs. 2); siehe Boxberger/Weitnauer/Anders-Swoboda, § 30 Rn. 9 ff.

werden. Rückgabegebühren kommt dabei eine primär kollektivschützende Kompensationsfunktion zu Gunsten der weiterhin im Fonds investierten Anleger zu.<sup>1315</sup> Aus agenturtheoretischer Perspektive verringern sie Prinzipal-Prinzipal-Konflikte zwischen den Anlegern, indem sie in der Ertragskrise opportunistisches Verhalten durch umgehende Anteilsrückgaben erschweren.<sup>1316</sup> Eine Aufwandsentschädigung des Fondsmanagers ist demgegenüber – angesichts der offenen Fondsstrukturen stets immanenten Variabilität der Anteilsstruktur – schwerlich zu rechtfertigen.

Vor diesem Hintergrund sind Rückgabegebühren aufsichtsrechtlich nur dann unbedenklich, wenn sie vollständig dem Fondsvermögen (AIF) und nicht – wie in der Praxis bisweilen erkennbar – dem Fondsmanager (KVG bzw. Berater) zufließen.<sup>1317</sup> In jedem Fall aber sollten aber die weiterhin investierten Anleger zur Verringerung des zwischen den Anlegern bestehenden Interessenkonflikts anteilig an Rückgabegebühren partizipieren. Diese Vereinbarungen sind gegenüber den Anlegern vor Fondsbeitritt offenzulegen.<sup>1318</sup>

## **2. Anwendungsbereich der Vergütungsleitlinien und Verhältnismäßigkeit**

### **a) Abgrenzung finanzmarktrechtlicher Vergütungsregulierungsregime**

In der Anwendung der AIFM-Vergütungsgrundsätze treten vor dem Hintergrund von Gruppenlagen und Auslagerungen Abgrenzungsfragen zutage. Adressatin der Vergütungsgrundsätze nach § 37 Abs. 1 KAGB ist zunächst die gem. § 20 Abs. 1 KAGB zugelassene AIF-KVG.<sup>1319</sup> Als Bestandteil ihres Erlaubnisanspruchs hat sie neben Angaben

---

<sup>1315</sup> So auch *Mostowfi/Meier*, *Alternative Investments*, S. 153.

<sup>1316</sup> Jeder Anleger müsste ein entsprechendes Verhalten anderer Anleger befürchten. Dies aber birgt die Gefahr eines Herdenverhaltens, dessen Auswirkungen über Marktpreisverzerrungen infolge eines plötzlichen Portfolioabbaus vor allem die im Fonds verbleibenden Anleger benachteiligen würden.

<sup>1317</sup> Vgl. *Towers Watson*, *Hedge Fund Report 2012*, S. 18. Andernfalls unterläge der Fondsmanager einem Anreiz, allein aus Anteilsrückgaben und der Akquise neuer Anleger weiteres Einkommen zu generieren.

<sup>1318</sup> So muss die AIF-KVG den Anlegern gem. § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 12 KAGB im Vertriebsdokument eines Spezial-AIF eine Beschreibung des Liquiditätsrisikomanagements, der Rücknahmerechte unter normalen und außergewöhnlichen Umständen und der Rücknahmevereinbarungen mit den Anlegern zur Verfügung stellen (vgl. Art. 23 Abs. 1 lit. h) AIFM-RL). Demgegenüber bestehen für offene Publikumsinvestmentvermögen detailliertere Dokumentationspflichten gem. § 165 Abs. 2 Nr. 21–23 KAGB und gem. § 162 Abs. 2 Nr. 12 KAGB auch für die Anlagebedingungen.

<sup>1319</sup> Keine Anwendung finden die Vorgaben hingegen auf eine registrierte AIF-KVG gem. § 2 Abs. 4–5 i.V.m. § 44 KAGB sowie gem. § 2 Abs. 6 und Abs. 7 KAGB auf eine AIF-KVG, die ausschließlich EuVECA oder EuSEF verwaltet. Wird für die Verwaltung eines AIF ein externer AIFM bestellt, un-

zu Organisations- und Verhaltensanforderungen gem. § 22 Abs. 1 Nr. 8 KAGB auch „Angaben über die Vergütungspolitik und Vergütungspraxis nach § 37 [KAGB]“ zu machen.<sup>1320</sup>

aa) Unternehmensgruppen der Finanzbranche

Praktisch bedeutsam ist eine Abgrenzung des Anwendungsbereichs zunächst für Unternehmensgruppen der Finanzbranche<sup>1321</sup>. Handelt es sich bei einer AIF-KVG um ein nachgeordnetes Unternehmen (Tochtergesellschaft) eines Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstituts oder Versicherungsunternehmens, ist bereits das übergeordnete Unternehmen (Muttergesellschaft)<sup>1322</sup> sektorspezifischen Vergütungsgrundsätzen unterworfen.<sup>1323</sup> Nach deren Maßgabe ist eine gruppenweite Vergütungsstrategie zu entwickeln (vgl. § 27 Abs. 1 S. 1 InstitutsVergV n.F. bzw. § 5 Abs. 1 VersVergV). Demgegenüber enthalten die Vergütungsregeln des KAGB und der AIFM-RL keine Vorgaben zu Kollisionsfällen in Gruppenlagen. Im Fall einer gruppenangehörigen AIF-KVG soll jedoch ausweislich der ESMA-Vergütungsleitlinien die Anwendung der gruppenweiten Vergütungsgrundsätze der Muttergesellschaft die Tochtergesellschaft nicht von der Befolgung der Vergütungsvorgaben der AIFM-RL befreien.<sup>1324</sup> Zudem sollen nach jüngeren Verwaltungsverlautbarungen<sup>1325</sup> parallel zu den AIFM-Pflichten zugleich die – strengeren – CRD-Vorgaben auf einen gruppenangehörigen AIFM Anwendung finden, indem be-

---

terliegt der AIF selbst den Vergütungsvorgaben nicht, Rz. 2 AIFM-VL.

<sup>1320</sup> Die administrativen Vorgaben verlangen dabei mindestens eine Auflistung der regulatorisch erfassten Mitarbeiter, Angaben über die Ausgestaltung der variablen und festen Vergütung sowie über die Einrichtung eines Vergütungsausschusses, BaFin, Merkblatt Erlaubnisverfahren sub A) Ziff. 8.

<sup>1321</sup> Vgl. die Legaldefinition des Begriffs der Finanzbranche gem. § 1 Abs. 19 KWG.

<sup>1322</sup> Vgl. zur Definition des Unterordnungskonzerns gem. § 18 Abs. 1 S. 1 AktG, die auf das Zusammenfassen eines abhängigen und eines herrschenden Unternehmens (§ 17 Abs. 1 AktG) unter einheitlicher Leitung abstellt MünchKommAktG-Bayer, § 18 Rn. 26 ff.

<sup>1323</sup> Das Bankaufsichtsrecht definiert eine sog. Gruppe gem. § 10a Abs. 1 S. 1 KWG (vgl. auch § 2 Abs. 7 FKAG) als Institutsgruppe, Finanzholding-Gruppe oder gemischte Finanzholding-Gruppe, die aus einem übergeordneten Unternehmen und einem oder mehreren nachgeordneten Unternehmen besteht, vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-*Stawitzke*, § 10a KWG Rn. 14 ff. Weitergehende Anforderungen bestehen für sog. Finanzkonglomerate i.S.d. § 1 Abs. 20 KWG i.V.m. § 1 Abs. 2 FKAG, vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-*Schäfer*, § 1 KWG Rn. 317 f.

<sup>1324</sup> Vgl. Rz. 32 AIFM-VL, demzufolge die Leitlinien „in jedem Fall für jeden AIFM gelten“ (S. 1) und insbesondere „keine Ausnahme [...] im Hinblick auf AIFM [...], die Tochtergesellschaften eines Kreditinstituts sind“ (S. 2) gemacht werden soll.

<sup>1325</sup> Vgl. noch Rz. 33 AIFM-VL a.F.: „Die Einhaltung dieser branchenspezifischen Vergütungsgrundsätze durch die AIFM, die zu Banken-, Versicherungs-, Anlagegruppen oder Finanzkonglomeraten zählen, sollte als ein Beitrag zur Einhaltung seitens einer Gruppe der für diese Gruppe geltenden Vergütungsgrundsätze mit spezifischem Blick auf den AIFM betrachtet werden.“

stimmte Mitarbeiter des AIFM den gruppenweiten Vorgaben der Muttergesellschaft unterworfen werden sollen.<sup>1326</sup>

Ein solches Normverständnis widerspräche jedoch nationalen Rechtsvorschriften. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich bei dem übergeordneten Unternehmen um ein bedeutendes Institut i.S.d. § 17 InstitutsVergV n.F. handelt. Nach § 27 Abs. 1 S. 1 a.E. InstitutsVergV n.F. hat das übergeordnete Unternehmen einer Gruppe eine Vergütungsstrategie, die die Anforderungen des § 25a Abs. 5 KWG und der §§ 4–13 InstitutsVergV umsetzt, ausdrücklich nur in Bezug auf solche Mitarbeiter der gruppenangehörigen Unternehmen umsetzen, die nicht vom Anwendungsbereich des § 37 KAGB umfasst sind.<sup>1327</sup>

Korrespondierend hierzu bezieht sich die Pflicht des übergeordneten Unternehmens gem. § 27 Abs. 3 S. 1 InstitutsVergV n.F., die Einhaltung der gruppenweiten Vergütungsstrategie sicherzustellen, ausdrücklich nur auf nicht von § 37 KAGB erfasste nachgeordnete Unternehmen. Auch für den Fall, dass es sich bei der Muttergesellschaft um ein bedeutendes Institut handelt, kann dieses bei der nach § 27 Abs. 2 S. 1 InstitutsVergV n.F. erforderlichen gruppenweiten Risikoanalyse gem. § 27 Abs. 2 S. 2 InstitutsVergV n.F. die vom Anwendungsbereich des § 37 KAGB erfassten Mitarbeiter unberücksichtigt lassen.<sup>1328</sup>

Aufgrund des gegenüber den europäischen Verwaltungsverlautbarungen insoweit vorrangigen nationalen Ordnungsrechts erstreckt sich die Geltung der umfassenderen Vorgaben nach KWG und InstitutsVergV (z.B. Bonus Cap)<sup>1329</sup> daher nicht auf gruppenangehörige AIF-KVGen. Für dieses Verständnis spricht auch die Intention des Unions-

---

<sup>1326</sup> Die Beachtung der AIFM-VL durch eine gruppenangehörige AIF-KVG soll nicht mehr ohne weiteres als hinreichender Beitrag der Institutsgruppe zur Beachtung ihrer gruppenweiten Vergütungsgrundsätze in Bezug auf die AIF-KVG zu bewerten sein, vgl. nun Rz. 33 AIFM-VL in der Neufassung durch ESMA, Final Report – Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD v. 31.03.2016, ESMA/2016/411, S. 103: „*in a group context, non-AIFM sectoral prudential rules applying to group entities may lead certain staff of the AIFM which is part of that group to be ,identified staff‘ for the purpose of those sectoral remuneration rules*“.

<sup>1327</sup> Vgl. auch schon § 27 Abs. 2 S. 1 InstitutsVergV a.F., demzufolge nachgeordnete Unternehmen, die den versicherungs- bzw. kapitalanlageaufsichtsrechtlichen Vergütungsgrundsätzen unterlagen, vom Anwendungsbereich der InstitutsVergV ausdrücklich ausgenommen waren.

<sup>1328</sup> Demgegenüber bezog sich nach § 27 Abs. 4 InstitutsVergV a.F. die Pflicht zur Identifikation von Risikoträgern in einer Gruppe, innerhalb derer ein gruppenangehöriges Institut als bedeutendes qualifiziert, auf alle gruppenangehörigen Unternehmen. Diese mussten damit nicht zwingend selbst die Institutseigenschaft aufweisen (vgl. für KVGen § 2 Abs. 1 Nr. 3b und Abs. 6 Nr. 5a KWG). Die Vorschrift sollte eine Umgehung der Vergütungsregeln durch eine gruppeninterne Verschiebung von Risikoträgern verhindern, vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 27 InstitutsVergV Rn. 21.

<sup>1329</sup> Siehe dazu bereits oben sub II. 2. b).

gesetzgebers, der zunächst zwar einen weitgehend kohärenten Vergütungsregulierungsansatz für den Finanzsektor verfolgte, im Zuge dessen Fortentwicklung jedoch von einer vollständigen Angleichung der Anforderungen in den unterschiedlichen Richtlinien-texten absah. Entscheidend ist diesbezüglich auf die unterschiedlichen Risikoprofile des Bankgeschäfts auf der einen und des Kapitalanlagegeschäfts auf der anderen Seite abzuheben.<sup>1330</sup> Vor allem angesichts der bislang nur schwachen Evidenz systemischer Risikoeffekte alternativer Investmentfonds<sup>1331</sup> erscheint eine Differenzierung hinsichtlich des Regulierungsgrades auch im Gruppenkontext angezeigt, da die bloße Gruppenzugehörigkeit einer AIF-KVG im Regelfall keine gruppenbezogenen Risiken begründet.<sup>1332</sup> Ferner sind potentielle Normanwendungskonflikte aufgrund sich überlagernder, inkongruenter Anforderungen nur durch eine Beschränkung der jeweils sektorspezifischen Grundsätze auf Regulierungsadressaten dieses Teilsektors zuverlässig aufzulösen. Vergütungen der Mitarbeiter einer gruppenangehörigen AIF-KVG sind demnach *de iure* allein von den Vorgaben gem. § 37 Abs. 1 KAGB, nicht aber von den kreditwesenrechtlichen Vergütungsgrundsätzen erfasst.

#### bb) Auslagerungs- und Drittstaatsachverhalte

Von zentraler Bedeutung sind ferner Auslagerungssachverhalte. Von diesen sind zunächst Vertragsbeziehungen abzugrenzen, die nicht als Auslagerung von Aufgaben i.S.d. § 36 KAGB bzw. Artt. 75 ff. AIFM-DV einzuordnen sind. Zu diesen zählen etwa die Wahrnehmung von Vertriebstätigkeiten durch Dritte und der Fremdbezug von Leistungen im Rahmen von Anlageberatungsverträgen.<sup>1333</sup> Sofern daher Vertriebstätigkeiten inner- oder außerhalb einer Unternehmensgruppe von einer von der AIF-KVG verschiedenen Vertriebsgesellschaft erbracht werden oder die AIF-KVG Anlageempfehlungen

---

<sup>1330</sup> Diese erkennt auch die ESMA in einer Stellungnahme an die Europäische Kommission, das Europäische Parlament (ECON) und den Rat der Europäischen Union ausdrücklich an, ESMA, Ref: Proportionality principle and remuneration rules in the financial sector v. 31.03.2016, ESMA/2016/412, S. 4 f. (nachfolgend ESMA, Proportionality Letter).

<sup>1331</sup> Siehe dazu bereits Kapitel 2 sub I. 1. c).

<sup>1332</sup> Zentral ist hierbei die Unterscheidung zwischen Risiken der Muttergesellschaft aus der Beteiligung an einer Verwaltungsgesellschaft (AIF-KVG) einerseits und Risiken aus Beteiligungen an Investmentvermögen (AIF) andererseits. Während der Wert ersterer maßgeblich von den erzielten Zahlungsströmen aus Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen für deren Anlagetätigkeit bestimmt wird, können Beteiligungen an AIF erheblichen Bewertungsrisiken unterliegen. Vgl. zu Verlusten der Investmentbank *Bear Stearns* aus intern verwalteten Subprime-Hedgefonds *Brunnermeier*, 23 J. Econ. Persp. 77, 88 (2009).

<sup>1333</sup> Siehe zu Auslagerungssachverhalten bereits oben sub I. 2. d) aa).

im Rahmen eines Beratungsmodells entgegennimmt, unterliegen bei dem externen Dienstleister beschäftigte Mitarbeiter nicht den Vergütungsgrundsätzen der AIFM-RL.

Qualifiziert eine Aufgabenübertragung indes als Auslagerung, so ist die Frage der Anwendbarkeit der Vergütungsvorschriften auf das Auslagerungsunternehmen von besonderer Brisanz. Nach Maßgabe der ESMA-Vergütungsleitlinien soll das Auslagerungsunternehmen im Fall einer Übertragung des Portfolio- oder Risikomanagements entweder Anforderungen unterliegen, die „ebenso wirksam“ wie die der AIFM-RL sind, oder es sollen „angemessene vertragliche Vereinbarungen“ bestehen, „um sicherzustellen, dass es zu keiner Umgehung der Bestimmungen über die Vergütung“ nach Maßgabe der AIFM-RL kommt.<sup>1334</sup> Diese Auslegung entbehrt jedoch einer tragfähigen normativen Grundlage, soweit sie den Anwendungsbereich der AIFM-Vergütungsregulierung auf unionsrechtlich nicht vergütungsregulierte Auslagerungsunternehmen auszudehnen sucht.

Überträgt eine AIF-KVG die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement an ein Auslagerungsunternehmen, so muss dieses gem. § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB grundsätzlich<sup>1335</sup> allein „für die Zwecke der Vermögensverwaltung“<sup>1336</sup> oder Finanzportfoliover-

---

<sup>1334</sup> Rz. 18 AIFM-VL: „sollte der AIFM Folgendes sicherstellen:“ [...] „a) die Einrichtungen [...] unterliegen regulatorischen Anforderungen bezüglich der Vergütung, die ebenso wirksam sind wie diejenigen, die gemäß diesen Leitlinien anwendbar sind oder b) es bestehen angemessene vertragliche Vereinbarungen mit den Einrichtungen [...] um sicherzustellen, dass es zu keiner Umgehung der Bestimmungen über die Vergütung gemäß diesen Leitlinien kommt“.

<sup>1335</sup> Von diesem Erfordernis sind gem. § 36 Abs. 1 Nr. 3 Hs. 3 KAGB allein solche Unternehmen ausgenommen, die diese Bedingung – wie etwa Immobilienverwalter – nicht erfüllen können, sodass eine Auslagerung nach Genehmigung durch die BaFin erfolgen kann. Da es sich bei Immobilienbeteiligungen nicht um Finanzinstrumente i.S.d. § 1 Abs. 11 KWG handelt, kommt für Verwaltungsgesellschaften eine Zulassung für Tätigkeiten gem. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG nicht in Betracht. Ferner findet gem. § 36 Abs. 1 Nr. 3 Hs. 2 KAGB die Bereichsausnahme für ausschließlich innerhalb einer Unternehmensgruppe erbrachte Finanzdienstleistungen gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5 KWG keine Anwendung.

<sup>1336</sup> Der von Art. 20 Abs. 1 lit. c) AIFM-RL, Art. 78 Abs. 2 AIFM-DV und § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB verwendete Begriff der Vermögensverwaltung (*asset management*) ist anders als der – der MiFID entstammende – Begriff der Finanzportfolioverwaltung (*portfolio management*) i.S.d. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG nicht legaldefiniert. Gemeint ist wohl die erlaubnispflichtige kollektive Vermögensverwaltung i.S.d. § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB; vgl. kritisch *Partsch/Mullmaier*, in: *Zetzsche* (Hrsg.), *AIFMD*, S. 230; *Baur/Tappen-Hanten*, § 36 Rn. 80 ff. Nach Auffassung von *Herring/Loff*, *DB* 2012, 2029, 2032 soll der Begriff die als Nebendienstleistung einer AIF-KVG zulässige individuelle Vermögensverwaltung i.S.d. § 20 Abs. 3 Nr. 1 KAGB erfassen. Dabei handelt es sich um die Verwaltung einzelner nicht in Finanzinstrumenten (§ 1 Abs. 11 KWG) angelegter Vermögen mit Entscheidungsspielraum. Diese Tätigkeit ist ausweislich des § 20 Abs. 3 Nr. 1 KAGB indes von der Zulassung der AIF-KVG mitumfasst, vgl. *Baur/Tappen-Bentele*, § 20 Rn. 52 f.; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Winterhalder*, § 20 Rn. 47.

waltung zugelassen oder registriert“ sein. Diese Anforderungen an Auslagerungsunternehmen erfüllen nach der widerleglichen Vermutung<sup>1337</sup> gem. Art. 78 Abs. 2 lit. a)–d) AIFM-DV neben OGAW- und externen AIF-Verwaltungsgesellschaften vor allem zugelassene Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (Finanzdienstleistungsinstitute), die über eine Erlaubnis für die Portfolioverwaltung i.S.d. MiFID verfügen.<sup>1338</sup> Erfolgt somit im nationalen Kontext eine Auslagerung an ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut, das über eine Erlaubnis für die Finanzportfolioverwaltung (vgl. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG) verfügt, so unterliegt das Auslagerungsunternehmen den kreditwesenrechtlichen Vergütungsgrundsätzen gem. § 25a KWG i.V.m. der InstitutsVergV und mithin ebenso wirksamen Anforderungen i.S.d. ESMA-Leitlinien.<sup>1339</sup> Aufgrund der weitgehenden unionsrechtlichen Harmonisierung der Vergütungsregulierungsregime erfüllt auch eine Übertragung des Portfolio- oder Risikomanagements auf zugelassene oder registrierte Auslagerungsunternehmen in anderen Mitgliedstaaten die Vorgaben.<sup>1340</sup>

Zweifel werfen die Vorgaben der AIFM-VL daher vielmehr in Situationen auf, in denen Auslagerungsunternehmen nicht bereits „Anforderungen bezüglich der Vergütung, die ebenso wirksam“ wie die der AIFM-RL sind, unterliegen. Dies gilt insbesondere mit Blick auf Drittstaatsverhältnisse. Regulierungsadressat ist der zugelassene und aufsichtsrechtlich verantwortliche AIFM i.S.d. Art. 4 Abs. 1 lit. b) AIFM-RL.<sup>1341</sup> Vergütungsbezogene regulatorische Pflichten adressieren nach dem Wortlaut des § 37 Abs. 1 und Abs. 2 KAGB die AIF-KVG, nicht aber das Auslagerungsunternehmen.<sup>1342</sup> Zudem statuieren allgemeine auslagerungsbezogene Anforderungen an den Beauftragten gem. Art. 77 AIFM-DV alleine Pflichten des AIFM. Besondere Voraussetzung der Auslagerung des Portfolio- oder Risikomanagements an Stellen eines sog. Drittlands ist gem. Art. 78 Abs. 2 lit. e) AIFM-DV, dass diese „für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen oder registriert sind und in den betreffenden Ländern von einer zuständigen Behörde wirksam beaufsichtigt werden“.<sup>1343</sup> Anders als für die Beauftragung von Ver-

---

<sup>1337</sup> So Baur/Tappen-Hanten, § 36 Rn. 80.

<sup>1338</sup> Vgl. Moritz/Klebeck/Jesch-Koch, § 36 Rn. 65.

<sup>1339</sup> So in Bezug auf die CRD-Vergütungsgrundsätze ESMA, AIFMD Q&A 2017, S. 6 (Question 4).

<sup>1340</sup> Siehe zur Entwicklung der Vergütungsregulierung im EU-Finanzmarktrecht oben sub II.

<sup>1341</sup> Vgl. auch ESMA, AIFMD Q&A 2017, S. 35 (Question 2).

<sup>1342</sup> Vgl. Erwgr. 6, 8, 24–28 und 48 AIFM-RL und Rz. 1 AIFM-VL.

<sup>1343</sup> Siehe zu Drittstaatsverhältnissen bereits oben sub I. 2. d) bb).

wahrstellen in Drittstaaten<sup>1344</sup> sowie für die Zulassung von Nicht-EU-AIFM in der EU<sup>1345</sup> enthält die AIFM-RL für die Übertragung der originären Funktionen des AIFM an Auslagerungsunternehmen in Drittstaaten – entgegen ausdrücklichen Erwägungen der EU-Kommission<sup>1346</sup> – kein Erfordernis einer den Richtlinienvorgaben vergleichbaren Regulierung.<sup>1347</sup> Ausweislich der Materialien zur AIFM-DV nahm auch die ESMA Abstand von früheren Vorschlägen, eine gleichwertige Regulierung im Drittstaat im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens einzuführen.<sup>1348</sup>

Ferner trägt das Argument einer „Umgehungsgefahr“<sup>1349</sup> keine Norminterpretation, die den ausdrücklich auf zugelassene AIFM beschränkten Anwendungsbereich der Vorschriften im Wege administrativer Rechtsfortbildung auf vergütungsrechtlich unregulierte Unternehmen erstrecken wollte. Zunächst findet der Begriff der Umgehung im Richtlinien text nur am Rande Erwähnung und bezieht sich im Kontext von Auslagerungen allein auf den übertragbaren Aufgabenumfang, nicht aber die vom Beauftragten zu erfüllenden Pflichten.<sup>1350</sup> Auch die Durchführungsverordnung beschränkt sich darauf, den AIFM gem. Art. 75 lit. a) AIFM-DV zu verpflichten, dass „die Struktur der Aufga-

---

<sup>1344</sup> Für die Bestellung einer Verwahrstelle für Nicht-EU-AIF in einem Drittland fordert insbesondere Art. 21 Abs. 6 lit. b) AIFM-RL, dass sie „einer wirksamen aufsichtlichen Regulierung [...] und Aufsicht, die den Rechtsvorschriften der Union entsprechen und die wirksam durchgesetzt werden“ unterliegt.

<sup>1345</sup> Nicht-EU-AIFM, die künftig nach Maßgabe des EU-Pass-Verfahrens in einem Referenzmitgliedstaat zugelassen werden, sind gem. Art. 37 Abs. 2 S. 1 AIFM-RL zur umfassenden Einhaltung der Richtlinienvorgaben verpflichtet.

<sup>1346</sup> Die Richtlinienbegründung forderte noch ausdrücklich: „In der Richtlinie soll genau festgelegt werden, welche Aufgaben von Drittlandsunternehmen ausgeführt und welche unter der Verantwortung von in der EU zugelassenen Stellen an diese Unternehmen delegiert werden können. Auch soll bestimmt werden, unter welchen Bedingungen bestimmte, genau eingegrenzte Aufgaben von Drittlandsunternehmen ausgeführt werden können (Gleichwertigkeit von Regulierung und Beaufsichtigung).“, KOM(2009) 207 endg., S. 11 (sub Ziff. 3.05.8).

<sup>1347</sup> Siehe Art. 20 Abs. 1 lit. c) AIFM-RL.

<sup>1348</sup> Siehe ESMA, AIFMD Level 2 Final Report, S. 121 (sub Ziff. 6 „ESMA agreed to remove the reference to the notion of equivalence from the provisions of its advice“), in der die ESMA auf die in der AIFM-RL angelegte Unterscheidung zwischen den Vorgaben für Verwahrstellen und Auslagerungsunternehmen in Drittstaaten verweist; anders aber noch ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive in relation to supervision and third countries, Consultation paper v. 23.08.2011, ESMA/2011/270, S. 8 (Box 1 Ziff. 5 „local criteria which are equivalent“); vgl. *Partsch/Mullmaier*, in: *Zetzsche* (Hrsg.), AIFMD, S. 232.

<sup>1349</sup> Vgl. auch Rz. 15 AIFM-VL.

<sup>1350</sup> Siehe insbesondere Erwgr. 9 S. 4 AIFM-RL hinsichtlich des Verbots einer Aufgabenübertragung an Wertpapierfirmen und Kreditinstitute durch die die „Richtlinie de facto umgangen wird, indem der AIFM in ein Briefkastenunternehmen umgewandelt wird“ sowie Anhang II Abs. 1 lit. r) AIFM-RL bezüglich Zahlungsmodalitäten der variablen Vergütung durch Instrumente oder Verfahren „die eine Umgehung der Anforderungen dieser Richtlinie erleichtern“.

benübertragung [...] eine Umgehung der Verantwortung oder der Haftung des AIFM [ausschließt]“, und bezieht sich mithin ebenfalls nicht unmittelbar auf den Pflichtenkreis des Auslagerungsunternehmens. Vor dem Hintergrund der besonders umfassenden Regulierung von Auslagerungssachverhalten in Artt. 75–82 AIFM-DV, die AIFM detailreiche Pflichten hinsichtlich der Auswahl und Überwachung des Beauftragten auferlegen, verbietet sich schließlich auch jede Annahme einer planwidrigen gesetzlichen Regelungslücke.

Eine Erstreckung der Vergütungsgrundsätze über den Umweg einer vergleichbaren Kautelarvereinbarung – wie sie Rz. 18 lit. b) AIFM-VL fordert – stünde daher im Widerspruch zu Wortlaut, Entstehungsgeschichte, Systematik und Zweck von Richtlinie und AIFM-DV.<sup>1351</sup> Für eine entsprechende Norminterpretation verbleibt kein Raum. Auslagerungsunternehmen in Drittstaaten müssen demnach weder gleichwertigen Vergütungsregulierungsregimen unterliegen noch müssen diese auf vertraglicher Grundlage entsprechenden Pflichten unterworfen werden.

#### b) Persönlicher Anwendungsbereich

##### aa) Bestimmung identifizierter Mitarbeiter

In Übereinstimmung mit Art. 13 Abs. 1 und Anhang II Abs. 1 AIFM-RL<sup>1352</sup> definiert § 37 Abs. 1 KAGB den persönlichen Anwendungsbereich der Regulierungsvorgaben für Vergütungssysteme. Erfasst sind neben Geschäftsleitern und Mitarbeitern mit Kontrollfunktionen „Mitarbeiter, deren Tätigkeiten einen wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil der Verwaltungsgesellschaft oder der verwalteten Investmentvermögen haben (Risikoträger)“ sowie „alle Mitarbeiter, die eine Gesamtvergütung erhalten, auf Grund derer sie sich in derselben Einkommensstufe befinden wie Geschäftsleiter und Risikoträger“ (§ 37 Abs. 1 S. 1 KAGB). Die Gesamtheit dieser von der AIF-KVG selbst zu erfassenden<sup>1353</sup> Personengruppe wird nach den ESMA-Vergütungsleitlinien als sog. identifizierte Mitarbeiter (*identified staff*) bezeichnet.<sup>1354</sup> Abweichend von der arbeits-

---

<sup>1351</sup> Vgl. Moritz/Klebeck/Jesch-Rieble, § 37 Rn. 55 ff.

<sup>1352</sup> Vgl. gleichlautend Art. 14a Abs. 3 OGAW-RL.

<sup>1353</sup> Die AIF-KVG soll dabei in der Lage sein, gegenüber der zuständigen Behörde die Bewertungskriterien zur Bestimmung der identifizierten Mitarbeiter darzulegen, Rz. 20 AIFM-VL.

<sup>1354</sup> Rz. 4 und Rz. 19 ff. AIFM-VL.

und sozialrechtlichen Terminologie, die den Begriff des „Arbeitnehmers“<sup>1355</sup> bzw. „Beschäftigten“<sup>1356</sup> zugrunde legt, stellt das Aufsichtsrecht auf den demgegenüber weiteren Begriff des „Mitarbeiters“<sup>1357</sup> ab. Dieser erfasst neben Arbeitnehmern der AIV-KVG i.S.d. § 5 Abs. 1 ArbGG alle natürlichen Personen, derer sich die Gesellschaft aufgrund eines Arbeits-, Geschäftsbesorgungs- oder Dienstverhältnisses bei der Verwaltung eines Investmentvermögens bedient.<sup>1358</sup>

Wenige Schwierigkeiten bereitet zunächst die Bestimmung derjenigen aufsichtsrechtlich erfassten Mitarbeiter, die unmittelbar bei der AIF-KVG beschäftigt sind. Geschäftsleiter sind gem. § 1 Abs. 19 Nr. 15 KAGB die nach Gesetz, Satzung oder Gesellschaftsvertrag zur Geschäftsführung und Vertretung der KVG berufenen natürlichen Personen sowie diejenigen, welche die Geschäfte der KVG tatsächlich leiten.<sup>1359</sup> Als Mitarbeiter des Kontrollorgans sind regelmäßig leitende Mitarbeiter der Abteilungen Compliance, Risikomanagement und interne Revision erfasst.<sup>1360</sup> Einen wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil einer AIF-KVG bzw. das von ihr verwaltete Investmentvermögen haben als Risikoträger (*risk taker*)<sup>1361</sup> regelmäßig Händler bzw. Programmierer mit Handelseinfluss (z.B. in Hedgefonds) oder Portfoliomanager (z.B. in Private Equity-Fonds), soweit

---

<sup>1355</sup> Der Arbeitnehmerbegriff gem. § 5 Abs. 1 ArbGG umfasst Arbeiter, Angestellte und Auszubildende.

<sup>1356</sup> § 7 Abs. 1 Sozialgesetzbuch IV definiert Beschäftigung „als die nichtselbständige Arbeit, insbesondere in einem Arbeitsverhältnis“ und benennt als Anhaltspunkte hierfür eine Tätigkeit nach Weisung und eine Eingliederung in die Arbeitsorganisation des Weisungsgebers.

<sup>1357</sup> Siehe neben § 37 Abs. 1 KAGB und § 101 Abs. 3 und Abs. 4 KAGB auch § 28 Abs. 1 Nr. 3 und Nr. 9 KAGB, § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 6 und Abs. 5 KWG, § 18a Abs. 6 und Abs. 11 KWG („internen und externen Mitarbeiter“), § 36 Abs. 3 WpHG n.F., § 80 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG n.F. und § 87 WpHG n.F.

<sup>1358</sup> Siehe auch § 2 Abs. 7 S. 1 und S. 2 InstitutsVergV n.F. (§ 2 Abs. 6 S. 1 InstitutsVergV a.F.); vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgang, § 2 InstitutsVergV Rn. 18 ff.

<sup>1359</sup> Darunter können neben den organschaftlichen Vertretern des AIFM auch geschäftsführende sowie nichtgeschäftsführende Gesellschafter (*executive* bzw. *non executive partners*) des AIFM zu verstehen sein, Rz. 20 AIFM-VL.

<sup>1360</sup> Rz. 4 AIFM-VL; Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 11. Siehe zu den aufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen an AIF-KVGen bereits oben sub 1. a).

<sup>1361</sup> Nach Maßgabe der kreditwesenrechtlichen Vergütungsregulierung sind allein in besonderen Instituten i.S.d. § 17 InstitutsVergV n.F. solche Mitarbeiter gem. § 18 Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 2 Abs. 8 S. 1 InstitutsVergV n.F. zu ermitteln, deren berufliche Tätigkeit sich wesentlich auf das Risikoprofil des Instituts auswirkt. Die Kriterien zur Ermittlung dieser sog. Risikoträger (*material risk taker*) bestimmen sich nach der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 604/2014 der Kommission v. 04.03.2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards in Bezug auf qualitative und angemessene quantitative Kriterien zur Ermittlung der Mitarbeiterkategorien, deren berufliche Tätigkeit sich wesentlich auf das Risikoprofil eines Instituts auswirkt, ABl. EU L 167/30 v. 06.06.2014 (Risikoträger-VO).

sie über eine anlagebezogene Letztentscheidungskompetenz<sup>1362</sup> für das Portfoliomanagement<sup>1363</sup> verfügen. Hinsichtlich der nach der Einkommensstufe den Geschäftsleitern und Risikoträgern gleichgestellten Mitarbeitern empfiehlt sich, im Rahmen der Konkretisierung der Vorgaben im Ordnungswege in Kohärenz zu den bankenaufsichtsrechtlichen Schwellenwerten eine Vorjahresgesamtvergütung i.H.v. mindestens 500.000 EUR zu Grunde zu legen.<sup>1364</sup>

Demgegenüber erscheint fraglich, unter welchen Voraussetzungen auch solche Personen als identifizierte Mitarbeiter einzuordnen sind, die nicht unmittelbar über ein Arbeits-, Dienst- oder Organverhältnis mit der AIF-KVG verbunden sind. Entscheidend ist aufgrund des weiten aufsichtsrechtlichen Mitarbeiterbegriffs nicht auf die Rechtsnatur des Vertrags, sondern die tatsächliche Eingliederung einer natürlichen Person in die Organisationsstruktur der KVG abzustellen. Im Einklang mit den novellierten Vorgaben der InstitutsVergV sind daher organisatorisch selbständige Dritte wie etwa Handelsvertreter i.S.d. § 84 Abs. 1 HGB<sup>1365</sup> oder vertraglich gebundene Vermittler<sup>1366</sup> mangels Eingliederung in die Geschäftsorganisation nicht erfasst.<sup>1367</sup> Unklar erscheint hingegen die Einordnung von Sachverhalten der Fremdvergabe bzw. der Auslagerung.<sup>1368</sup> Für eine Anwendung der Vergütungsgrundsätze auf Mitarbeiter von Unternehmen, von denen die

---

<sup>1362</sup> Dies gilt auch dann, wenn ihr Entscheidungsspielraum durch interne oder gesetzliche Anlagegrenzen beschränkt ist, so eindeutig ESMA, AIFMD Q&A 2017, S. 7 (Question 5). Entsprechendes gilt in Gremien (z.B. Investitionskomitees), in denen eine erforderliche Letztentscheidungsbefugnis auch schon bei einer isoliert nicht mehrheitsqualifizierenden Stimmberechtigung anzunehmen ist. Nicht erfasst sind jedoch Personen, deren regelmäßige Tätigkeiten lediglich vorbereitender bzw. beaufsichtigender Natur sind (z.B. Analysten, Portfoliomanager ohne Akquisitionskompetenz) oder deren Tätigkeit sich wie jene von Mitarbeitern in Vertriebsfunktionen nicht auf das Risikoprofil des AIF auswirkt; a.A. aber wohl Rz. 20 AIFM-VL („Verkaufsmitarbeiter“ bzw. „sales persons“); Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 11; *Mujan*, BB 2013, 1653, 1654.

<sup>1363</sup> Siehe zur Abgrenzung des Portfolio- und Risikomanagements im Rahmen von Auslagerungssachverhalten bereits oben sub I. 2. d) aa).

<sup>1364</sup> Nach Maßgabe der widerleglichen Vermutung gem. Art. 4 Abs. 1 lit. a) Risikoträger-VO gilt als Risikoträger unter anderem jeder, der im vorangegangenen Geschäftsjahr eine Gesamtvergütung von mindestens 500.000 EUR erhalten hat; vgl. nun auch § 20 Abs. 3 S. 2 InstitutsVergV n.F.

<sup>1365</sup> Vgl. § 2 Abs. 7 S. 3 InstitutsVergV n.F. (§ 2 Abs. 6 S. 2 InstitutsVergV a.F.).

<sup>1366</sup> Gemäß § 25e S. 4 KWG müssen die Vergütungssysteme für sog. vertraglich gebundene Vermittler (*tied agents*) i.S.d. § 2 Abs. 10 S. 1 KWG derart ausgestaltet werden, dass diese den berechtigten Interessen der Kunden an einer ordnungsgemäßen und angemessenen Erbringung von Finanzdienstleistungen durch den vertraglich gebundenen Vermittler nicht entgegenstehen (vgl. den entfallenen Verweis gem. § 5 Abs. 5 InstitutsVergV a.F.); vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 5 InstitutsVergV Rn. 14 ff.; *Knop*, BKR 2011, 89 ff.

<sup>1367</sup> Anders aber unter Verweis auf den Wortlaut des Art. 13 Abs. 1 S. 1 AIFM-RL („alle Kategorien von Mitarbeitern“) Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 14.

<sup>1368</sup> Vgl. Moritz/Klebeck/Jesch-Rieble, § 37 KAGB Rn. 55 ff.

AIF-KVG im Rahmen eines nicht als Auslagerung einzuordnenden Vertragsverhältnisses Leistungen bezieht (z.B. Anlageberatung oder Vertriebstätigkeit) besteht bereits kein gesetzlicher Anknüpfungspunkt. Vielmehr qualifizieren diese Tätigkeiten als „Fremdbezug von Leistungen“, der nach Maßgabe des Kapitalanlagerechts keinen besonderen Vorgaben für die Mitarbeitervergütung innerhalb des Drittunternehmens unterliegt.

Nichts anderes gilt mangels ausdrücklichen Normbefehls für Mitarbeiter von Auslagerungsunternehmen.<sup>1369</sup> Unterliegt der Beauftragte nicht bereits eigenen Vergütungsgrundsätzen, finden die Vorschriften des § 37 KAGB i.V.m. Anhang II AIFM-RL auf diesen schon keine unmittelbare Anwendung.<sup>1370</sup> Zwar soll nach Auffassung der ESMA im Rahmen einer Auslagerung i.S.d. Art. 20 AIFM-RL bzw. § 36 KAGB durch vertragliche Vereinbarungen sicherzustellen sein, dass es nicht zu Umgehungen kommt, sofern das Auslagerungsunternehmen keinen entsprechenden Vergütungsgrundsätzen unterliegt.<sup>1371</sup> Ein solches Erfordernis findet jedoch keine gesetzliche Stütze, da es in Bezug auf Mitarbeiter eines Drittunternehmens an der erforderlichen Eingliederung in die Organisationsstruktur der KVG fehlt. Die neben dem gesetzgeberischen Willen maßgebliche Wortlautgrenze<sup>1372</sup> wäre daher überschritten, sofern man Mitarbeiter eines externen Dienstleisters für aufsichtsrechtliche Zwecke als Mitarbeiter der AIF-KVG i.S.d. § 37 KAGB einordnen wollte. Darüber hinaus stieße eine Umsetzung der Vergütungsgrundsätze in Vertragsbeziehungen zwischen einem externen – nicht gruppenangehörigen – Auslagerungsunternehmen und dessen Mitarbeitern durch die AIF-KVG mangels gesellschaftsrechtlicher Möglichkeiten der Einflussnahme auf erhebliche tatsächliche Hindernisse.

#### bb) Managementbeteiligungsprogramme

Die Bedeutung einer trennscharfen Abgrenzung „identifizierter Mitarbeiter“ von regula-

---

<sup>1369</sup> Siehe die ausdrückliche Erstreckung des Mitarbeiterbegriffs gem. § 2 Abs. 7 S. 1 Nr. 2 InstitutsVergV n.F. (§ 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 InstitutsVergV a.F.) auf natürliche Personen, die im Rahmen einer Auslagerungsvereinbarung mit einem gruppenangehörigen Unternehmen unmittelbar an Dienstleistungen für das vergütungsregulierte Institut beteiligt sind; vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-*Wolfgarten*, § 2 InstitutsVergV Rn. 18 ff.

<sup>1370</sup> Siehe dazu soeben sub a) bb).

<sup>1371</sup> Rz. 18 AIFM-VL.

<sup>1372</sup> Vgl. zur Maßgeblichkeit des Wortlauts als äußerste Auslegungsgrenze *Larenz/Canaris*, Methodenlehre, S. 144; *Müller/Christensen*, Juristische Methodik, S. 303 ff.; BVerfG, Urt. v. 30.03.2004 – 2 BvR 1520, 1521/01, BVerfGE 110, 226, 267 (Rz. 148).

torisch nicht erfassten Dritten tritt besonders deutlich in der Einordnung der in Private Equity-Fonds verbreiteten Managementbeteiligungsprogramme (MEP)<sup>1373</sup> zutage. Sie verfolgen aus ökonomischer Perspektive eine anreizinduzierte Parallelisierung der Interessen von Fondsmanager (Prinzipal) und Unternehmensmanager (Agent).<sup>1374</sup> Unter den *in praxi* vielfältigen rechtlichen Erscheinungsformen eines MEP hat die originäre gesellschaftsrechtliche Eigenkapitalbeteiligung an einem Portfoliounternehmen die weiteste Verbreitung gefunden.<sup>1375</sup> Hier erwerben die Führungskräfte durch Eigenmittel in Verbindung mit einem oft vom Sponsor gewährten Darlehen eine Beteiligung<sup>1376</sup> an der Holdinggesellschaft<sup>1377</sup> der Akquisitionsstruktur. Zur vereinfachten Administration eines MEP mit wechselnden Begünstigten wird die Beteiligung von einer Personengesellschaft (Manager-KG)<sup>1378</sup> gehalten; sie wird durch ergänzende Vereinbarungen sowohl für Fälle des vorzeitigen Ausscheidens<sup>1379</sup> als auch des Verbleibs bis zum Exit<sup>1380</sup> eng

---

<sup>1373</sup> Siehe zu Managementbeteiligungsprogrammen schon Kapitel 1 sub II. 3 b).

<sup>1374</sup> So verfügt das aktive Management eines Portfoliounternehmens sowohl vor einer Akquisition als auch während der Beteiligungsphase über umfassendere Informationen zu Unternehmensrisiken als das Management der Fondsgesellschaft. Daher nehmen Fondsmanager als Agenten der Anleger im Verhältnis zum operativen Management ihrer Portfoliobeteiligungen selbst die Rolle des Prinzipals ein und versuchen, die Interessen ihrer Agenten über Anreizverträge mit ihren eigenen zu parallelisieren. Vgl. im Kontext von Private Equity-Finanzierungen *Cendrowski/Wadecki*, in: *Cendrowski/Martin/Petro/Wadecki* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 117 ff.; *Leslie/Oyer*, Working Paper 2009, S. 1 ff.; *Schalast/Winter/Wedell*, in: *Saenger/Schewe* (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, S. 312 ff.; zu Venture Capital-Fonds *Gompers/Lerner*, 15 J. Econ. Persp. 145, 154 ff. (2001); *Kaplan/Strömberg*, 70 Rev. Econ. Stud. 281, 286 ff. (2003).

<sup>1375</sup> Vgl. *Hohaus*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 217 ff.; *Spengler*, *Managementbeteiligung*, S. 78 ff.

<sup>1376</sup> Der gesamte den Führungskräften zur Verfügung gestellte Anteil beträgt i.d.R. 5–15 % des rechtlichen Eigenkapitals. Dabei soll bei Beteiligten der ersten Führungsebene (z.B. CEO, CFO) der von diesen selbst, d.h. nicht kreditfinanzierte Anteil an der Beteiligung mindestens 20–25 % betragen und sich in der Höhe auf etwa ein Brutto-Jahresgehalt belaufen, vgl. *Hohaus/Koch-Schulte*, in: *FS Pöllath*, S. 95; *Mackensen*, in: *Eilers/Koffka/ders.* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 431 f.; *Schalast/Winter/Wedell*, in: *Saenger/Schewe* (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, S. 305 ff.

<sup>1377</sup> In einer internationalen Transaktionsstruktur handelt es sich bei dieser Holding meist um eine S.à r.l. luxemburgischen Rechts, vgl. *von Werder/Li*, BB 2013, 1736 f. mit schematischer Darstellung.

<sup>1378</sup> Vgl. zu dieser sog. Warehouse-Gesellschaft in Gestalt einer vermögensverwaltenden GmbH & Co. KG näher *Mackensen*, in: *Eilers/Koffka/ders.* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 423 ff.

<sup>1379</sup> Diese üblicherweise in einer Gesellschaftervereinbarung bzw. auf Satzungsebene der Holdinggesellschaft geregelten Vereinbarungen sehen für den Fall des vorzeitigen Ausscheidens aus dem Anstellungsverhältnis eine Pflicht zur Rückübertragung der Anteile vor (*leaver scheme*), die aufgrund der Ausübung einer Kaufoption des Finanzinvestors durch Abtretung der Kommanditanteile an der Manager-KG auf die an dieser beteiligten Warehouse-Gesellschaft vollzogen wird. Mitunter werden für Leaver-Situationen zeit- oder erfolgsabhängige Verfahren zur Zuteilung (*vesting*) des Werts von Gesellschaftsanteilen implementiert, sodass sich die Höhe des Kaufpreises nach der Tätigkeitsdauer des Managers im Unternehmen bzw. dem Erreichen von Finanzkennzahlen bemisst. Vgl. näher *Mackensen*, in: *Eilers/Koffka/ders.* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 435 ff.; *Hohaus*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger* (Hrsg.), *Private Equity*, S. 224 ff.; *von Werder/Li*, BB 2013, 1736, 1738 ff.; zur sachlichen Rechtfertigung

mit den Interessen des kontrollierenden Finanzinvestors verknüpft. Aufgrund der in LBO-Transaktionen regelmäßig tranchierten Finanzierungsstruktur des Portfoliounternehmens, die neben Eigenkapitalbeiträgen auch Nachrangfinanzierungen des Finanzinvestors wie etwa Gesellschafterdarlehen umfasst, nimmt die Managementbeteiligung überproportional an Wertsteigerungen teil und erzielt damit einen Leverage-Effekt.<sup>1381</sup> Schließlich haben im Rahmen der Erlösverteilung auch sog. Ratchet-Vereinbarungen<sup>1382</sup> an Bedeutung gewonnen, die eine erfolgsabhängige, meist nur rechnerische Änderung der Beteiligungsquote ermöglichen und damit eine kapitaldisproportionale Gewinnbeteiligung gewähren.<sup>1383</sup> Eine größere Flexibilität gegenüber gesellschaftsrechtlichen Kapitalbeteiligungen bieten schuldrechtliche bzw. derivative Gestaltungen, die mit ersteren wirtschaftlich vergleichbar sind und auch regelmäßig mit diesen kombiniert werden. Diese können bei einer eigenen Kapitalbeteiligung des Managers etwa als partiarische Darlehen oder stille Gesellschaft, im Übrigen als virtueller Unternehmensanteil oder als gewinnabhängige Gehaltszahlungen (Tantieme, Bonus), zunehmend seltener jedoch als Optionsrecht ausgestaltet sein.<sup>1384</sup> Die kautelarische Struktur eines MEP wird maßgeblich auch von steuerlichen Erwägungen bestimmt, bei denen die Einkünftequalifikation und Fragen des Zufluss- und Besteuerungszeitpunkts die zentralen Determinanten sind.<sup>1385</sup>

---

tigung eines solchen Gesellschafterausschlusses vor dem Hintergrund des sog. Hinauskündigungsverbots vgl. BGH, Urt. v. 19.09.2005 – II ZR 173/04 („Managermodell“) und BGH, Urt. v. 19.09.2005 – II ZR 342/03 („Mitarbeitermodell“).

<sup>1380</sup> Verbleibt die Führungskraft im Unternehmen, ist sie durch Mitverkaufspflichten (*drag along*) an Entscheidungen des Fondsmanagements über die Veräußerungstransaktion gebunden; die Gewinnverteilung regeln sog. Erlösverteilungspräferenzen im Gesellschaftsvertrag der Portfoliogesellschaft, vgl. *Inhester*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 253 f.; *von Werder/Li*, BB 2013, 1736, 1739 f.

<sup>1381</sup> Im Gegensatz zum rechtlichen Eigenkapital ist das Management am wirtschaftlichen Eigenkapital des Unternehmens aufgrund der Fremdkapitalfinanzierung nur mit ca. 1 bis 5 % beteiligt, weshalb die Hebelwirkung des Kapitaleinsatzes auch als sog. *sweet equity* bezeichnet wird, vgl. *Mackensen*, in: Eilers/Koffka/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 420; *Weitnauer*, *Management Buy-Out*, S. 154 ff.

<sup>1382</sup> Vom technischen Sinn *ratchet* – Ratsche, Sperrklinke bzw. *to ratchet* – (stufenweise) hochkurbeln.

<sup>1383</sup> Dabei wird eine positive oder negative Quotenänderung entweder an den endgültigen Veräußerungserlös oder aber fortlaufend an operative Ertragskennzahlen geknüpft, vgl. *Mackensen*, in: Eilers/Koffka/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 442 ff.; *Hohaus*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), *Private Equity*, S. 226.

<sup>1384</sup> Vgl. *Hohaus/Koch-Schulte*, in: FS Pöllath, S. 96 f.; *Mackensen*, in: Eilers/Koffka/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 429 f.; *Tonner*, *Tracking Stocks*, S. 247 ff.; *Lüpkes*, *Aktienkursorientierte Vergütung*, S. 62 ff.; *Weitnauer/Dunkmann*, GWR 2013, 349 ff. (Teil 1) und 371 ff. (Teil 2).

<sup>1385</sup> Steuerlich ist für die Führungskraft eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung am Veräußerungserlös regelmäßig vorteilhafter als eine virtuelle Beteiligung, da eine Besteuerung erst zum Veräußerungs-

Aus agenturtheoretischer Sicht verfolgt ein MEP innerhalb des beteiligungsinhärenten Agenturkonflikts zwischen Fonds (Eigentümer) und Anlageobjekt (Zielunternehmen) die Parallelisierung der Interessen des Fondsmanagements (Prinzipal) mit denen des Managements eines Portfoliounternehmens (Agent), indem die nur bedingt überwachbaren operativen Entscheidungsträger finanziellen Anreizschemata unterworfen werden. Damit stellen sich auch Managementbeteiligungen als erfolgsbezogenes und mithin risikoinduzierendes Steuerungsinstrument dar, das einen Einfluss auf das Risiko- und Ertragsprofil des Portfoliounternehmens nicht nur als unintendierte Nebenfolge zeitigt, sondern explizit beabsichtigt. Gleichwohl sind die in ein MEP einbezogenen Führungskräfte einer Portfoliogesellschaft, bei deren Eigentümer es sich um einen AIF handelt, der von einer regulatorisch erfassten AIF-KVG verwaltet wird, grundsätzlich nicht als „identifizierter Mitarbeiter“ i.S.d. § 37 Abs. 1 KAGB einzuordnen. Bereits nach dem Wortlaut der Norm sind zunächst allein die Geschäftsleiter der AIF-KVG i.S.d. § 1 Abs. 19 Nr. 15 KAGB erfasst, sodass Geschäftsleiter einer Portfoliogesellschaft allenfalls als „Risikoträger“ oder Mitarbeiter auf einem mit Geschäftsleitern oder Risikotragern vergleichbaren Vergütungsniveau eingeordnet werden könnten. Gegen ein solches Verständnis sprechen indes gewichtige Gründe.

Zunächst hat zwar die Tätigkeit des Managements eines Portfoliounternehmens einen unmittelbaren und erheblichen Einfluss auf dessen Risikoprofil. Der gem. § 37 Abs. 1 KAGB allein maßgebliche Einfluss auf das Risikoprofil des AIF wäre indes allenfalls ein mittelbarer, zumal dieser sich aufgrund von Diversifikationseffekten auf Portfolioebene regelmäßig als nicht „wesentlich“ darstellen dürfte. Ein solch weites Verständnis würde zudem die grundsätzliche Trennung der Organisationsebenen und die alleinige kapitalanlagerechtliche und wirtschaftliche Verantwortung der AIF-KVG für Risiken und Ertrag der von ihr verwalteten AIF verkennen. Schließlich würde eine Einordnung solcher Führungskräfte von Portfoliogesellschaften, die ein mit den Geschäftsleitern bzw. Risikotragern der AIF-KVG vergleichbares Einkommensniveau erzielen, als regulatorisch erfasste „identifizierte Mitarbeiter“ zahlreiche Abgrenzungsschwierigkeiten

---

zeitpunkt erfolgt und die Beteiligungsgewinne als Einkünfte aus Kapitalvermögen (§§ 20 i.V.m. 32d EStG) einem geringeren Steuertarif als Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit (§§ 19 i.V.m. 32a EStG) unterfallen, vgl. *Mackensen*, in: Eilers/Koffka/ders. (Hrsg.), *Private Equity*, S. 418 f.; *Spengler*, *Managementbeteiligung*, S. 126 ff.

bedingen: Insbesondere müsste im Hinblick auf Minderheitsbeteiligungen eines bzw. mehrerer AIF (z.B. syndizierte sog. „Club Deals“) oder Wertpapier-AIF (z.B. Hedgefonds) eine *de lege lata* nicht normierte Beteiligungsschwelle definiert werden, ab deren Überschreiten erst eine hinreichend enge Einbindung des Portfoliounternehmens in die Organisation des kontrollierenden AIF anzunehmen ist. Sofern daher Organe oder Mitarbeiter einer Portfoliogesellschaft erfolgsbezogene Vergütungen erhalten, deren Höhe nicht an den Ertrag des kontrollierenden AIF, sondern allein den Erfolg des von ihnen verwalteten Unternehmens anknüpfen und sie nicht zugleich Verwaltungsfunktionen der AIF-KVG wahrnehmen, sind sie nicht als „identifizierte Mitarbeiter“ i.S.d. § 37 Abs. 1 KAGB zu bewerten.

#### cc) Wertpapierhandelsrechtliche Nebendienstleistungen

Abgrenzungsfragen stellen sich schließlich auch für AIF-KVGen, die neben der kollektiven Vermögensverwaltung im Rahmen ihrer zugelassenen (Neben-)Dienstleistungen auch Wertpapier(neben-)dienstleistungen i.S.d § 20 Abs. 3 Nr. 2–5 KAGB erbringen. Von ihnen ist gem. § 5 Abs. 2 KAGB ergänzend der Anwendungsbereich der MiFID-Vergütungsgrundsätze und der diese interpretierenden MaComp zu beachten. Die bislang in den MaComp BT 8 umgesetzten Vorgaben der ESMA Leitlinien zu MiFID-Vergütungsgrundsätzen können somit parallele Anwendung auf eine AIF-KVG finden.<sup>1386</sup> Dabei fordert indes MaComp BT 8.3.1 Ziff. 3 ein angemessenes Verhältnis zwischen variablen und fixen Vergütungskomponenten (S. 1) und erklärt das Verhältnis für unangemessen, wenn es entgegen der Kriterien des § 25a Abs. 5 KWG ausgestaltet ist (S. 2). Eine Erstreckung der darin normierten höhenmäßigen Begrenzung variabler Vergütungen auf eine Nebendienstleistungen erbringende AIF-KVG erscheint jedoch weder sachgerecht noch als Erweiterung des Anwendungsbereichs im Wege einer Administrativverlautbarung verfassungsrechtlich tragfähig,<sup>1387</sup> sodass der Regelungsgehalt auf Institute zu begrenzen und damit rein deklaratorischer Natur ist.

Die MiFID-Vergütungsgrundsätze knüpfen an den Begriff der relevanten Person (*rele-*

---

<sup>1386</sup> MaComp AT 3.1; ESMA, MiFID Vergütungsleitlinien, Rz. 1.

<sup>1387</sup> Dies erkennt auch die Aufsicht an, indem sie darauf verweist, dass „[s]oweit § 25a Abs. 5 KWG aufgrund der Ausnahmeregelungen in § 2 Abs. 8 ff. KWG für Finanzdienstleistungsinstitute keine Anwendung findet, [...] auch Satz 2 nicht einschlägig“ ist (Fn. 25 zu MaComp BT 8.3). Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwaltete Investmentgesellschaften sind gem. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5a KWG von der Definition des Finanzdienstleistungsinstituts ausgenommen.

*vant person*) an, zu denen Personen zählen, welche die Wertpapier(neben-)dienstleistung oder das Verhalten des WpDU maßgeblich beeinflussen können.<sup>1388</sup> Sofern Mitarbeiter einer AIF-KVG – indem sie etwa zugleich Funktionen der kollektiven als auch der individuellen Vermögensverwaltung erbringen – sowohl als identifizierte Mitarbeiter i.S.d. AIFM-Grundsätze sowie als relevante Person i.S.d. MiFID-Grundsätze qualifizieren, sind möglich regulatorische Widersprüche zu Gunsten ersterer aufzulösen.<sup>1389</sup> In Bezug auf die erfasste Kundengruppe sollen neben Privatkunden auch an professionelle Kunden erbrachte Dienstleistungen erfasst sein.<sup>1390</sup> Dabei ist im Rahmen der Auslegung der MiFID-Vergütungsgrundsätze auch die von der AIFM-RL abweichende Schutzrichtung zu berücksichtigen, die nicht auf den Schutz vor vergütungsinduzierten Anlagerisiken, sondern den Schutz vor Interessenkonflikten zielt.

### c) Sachlicher Anwendungsbereich

Den Begriff der Vergütung (*remuneration*) konkretisiert Anhang II Abs. 2 AIFM-RL näher. Danach gelten die Vergütungsgrundsätze „für alle Arten von Vergütungen, die von AIFM gezahlt werden, für jeden direkt von dem AIF selbst gezahlten Betrag, einschließlich carried interests, und für jede Übertragung von Anteilen des AIF, die zugunsten [identifizierter Mitarbeiter] (...) vorgenommen werden (...)“. In der Interpretation der ESMA-Vergütungsleitlinien soll dies alle „im Austausch für berufliche Dienste, die von *identifizierten Mitarbeitern* des AIFM erbracht werden“ gewährte Zahlungen, Geld- oder Sachleistungen des AIFM oder des AIF einschließlich Anteilsübertragungen erfassen.<sup>1391</sup> Demnach sind vom regulatorischen Vergütungsbegriff neben Individualbezügen von Mitarbeitern oder Geschäftsleitern des AIFM grundsätzlich auch Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen im Verhältnis zwischen Fonds- und Verwaltungsgesellschaft bzw. diesen und anderen Rechtsträgern erfasst, sofern diese mittelbar im Austausch für beruf-

---

<sup>1388</sup> Hierzu sollen Vertriebsmitarbeiter mit Kundenkontakt, Außendienstmitarbeiter, vertraglich gebundene Vermittler sowie sonstige an der Dienstleistung beteiligte Mitarbeiter zählen, deren Vergütung unangemessene Anreize bieten kann, nicht im Kundeninteresse zu handeln, MaComp BT 8.1 Ziff. 2; ESMA, MiFID Vergütungsleitlinien, Rz. 5; vgl. auch die Definition der „relevanten Person“ im Zusammenhang mit einem AIFM gem. Art. 1 Nr. 2 AIFM-DV.

<sup>1389</sup> MaComp BT 8.1 Ziff. 1.

<sup>1390</sup> ESMA, MiFID Vergütungsleitlinien, Rz. 3.

<sup>1391</sup> Rz. 10 AIFM-VL („*in exchange for professional services*“); konkreter MaComp BT 8.1 Ziff. 3 („an relevante Personen“); vgl. Moritz/Klebeck/Jesch-Rieble, § 37 Rn. 83 ff.; Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Boxberger, Art. 13 Rn. 40 ff.; Boxberger/Klebeck, BKR 2013, 441, 447; Möllers/Hailer, ZBB 2012, 178, 192 f.

liche Dienste identifizierter Mitarbeiter gewährt werden.<sup>1392</sup> Dergestalt erfasste Vergütungen sind im Sinne einer binären Klassifikation nur in feste und variable Vergütungsbestandteile zu unterscheiden, als deren zentrales Abgrenzungskriterium die Abhängigkeit von Leistungskriterien gilt.<sup>1393</sup>

Gänzlich vom Vergütungsbegriff ausgenommen sind neben – praktisch wenig bedeutsamen<sup>1394</sup> – tariflichen Vergütungen<sup>1395</sup> auch Gewinnanteile, die als Dividenden des AIFM an dessen Gesellschafter ausgeschüttet werden<sup>1396</sup>, sowie Zahlungen, die direkt vom AIF an identifizierte Mitarbeiter als anteilige Rendite (*pro-rata return*) einer von diesen getätigten Anlage geleistet werden.<sup>1397</sup> Soweit es sich bei Carried Interest-Zahlungen<sup>1398</sup> daher um disquotale Gewinnanteile handelt, können diese – in Anlehnung an ihre steuerrechtliche Qualifikation<sup>1399</sup> – im aufsichtsrechtlichen Sinne als erfasste Vergütungen einzuordnen sein.<sup>1400</sup> Besonderes Augenmerk widmen die ESMA-

---

<sup>1392</sup> Nicht erfasst sind jedoch außerhalb der Kapitalanlagestruktur von Dritten (z.B. Konzernobergesellschaften oder Anlegern) unmittelbar an identifizierte Mitarbeiter gewährte Vergütungen, vgl. auch Moritz/Klebeck/Jesch-Rieble, § 37 Rn. 85; Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 19.

<sup>1393</sup> Rz. 11 AIFM-VL (*performance criteria*); vgl. auch Art. 14a Abs. 2 OGAW-RL. Als variable Vergütung soll auch ein sog. Sperrbonus (*retention bonus*) einzuordnen sein, Rz. 14 AIFM-VL. Erforderlich ist die Unterscheidung aufgrund der besonderen Regulierungsvorgaben für variable Vergütungen, siehe dazu unten sub 4. a) aa). Von diesen Anforderungen können allein solche Nebenzahlungen oder -leistungen ausgenommen werden, die als Teil einer allgemeinen, nicht diskretionären Politik des AIFM keine Risikoanreize schaffen, Rz. 11 AIFM-VL; Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 16 wollen diese Vergütungen unter Verweis auf § 2 Abs. 1 S. 2 InstitutsVergV a.F. gänzlich vom aufsichtsrechtlichen Vergütungsbegriff ausnehmen. Entsprechende Leistungen ordnet § 2 Abs. 6 S. 2 InstitutsVergV n.F. nun als fixe Vergütung ein.

<sup>1394</sup> Vgl. Klebeck/Kolbe, BB 2014, 707, 713; Mujan, BB 2013, 1653, 1657; bzgl. Banken Jensen, BB 2014, 2869, 2870.

<sup>1395</sup> Siehe Erwgr. 28 AIFM-RL; vgl. Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 51 ff.; ausdrücklich § 25a Abs. 1 S. 3 Nr. 6 Hs. 2 KWG i.V.m. § 1 Abs. 4 InstitutsVergV n.F. (§ 1 Abs. 3 InstitutsVergV a.F.).

<sup>1396</sup> Dies darf gem. Rz. 17 AIFM-VL nicht zu einer (objektiven) Umgehung der Leitlinien führen, wobei eine (subjektive) Umgehungsabsicht unbeachtlich ist.

<sup>1397</sup> Dabei sollen auch die Finanzierungsbedingungen des Anteilerwerbs Berücksichtigung finden, indem eine effektive Aufwendung (*actual disbursement*) des Anlegers verlangt wird, die im Fall einer Darlehensgewährung durch den AIFM zu verneinen sein soll, vgl. Rz. 12 AIFM-VL; Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Boxberger, Art. 13 Rn. 46 f.

<sup>1398</sup> Nach der Legaldefinition gem. § 1 Abs. 19 Nr. 7 KAGB (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. d) AIFM-RL) ist Carried Interest „der Anteil an den Gewinnen des AIF, den eine AIF-Verwaltungsgesellschaft (AIFM) als Vergütung für die Verwaltung des AIF erhält“, von der jedoch der auf Anlagen des AIFM entfallende Gewinnanteil ausgenommen ist. Aufgrund der steuerlichen Vorgaben entfallen kapitaldisproportionale Gewinnanteile jedoch regelmäßig nicht auf eine – i.d.R. korporatistische – AIF-KVG, sondern auf eine von den Sponsoren kontrollierte Personengesellschaft („Carry KG“), die im Sinne einer teleologischen Erweiterung der Norm auch als Carried Interest einzuordnen sind; vgl. Rz. 16 AIFM-VL.

<sup>1399</sup> Siehe zur steuerlichen Einordnung von Carried Interest-Einkünften oben sub I. 3. b).

<sup>1400</sup> Rz. 13 und Rz. 159 AIFM-VL; ausdrücklich auch BaFin, Auslegungshilfe zu § 2 InstitutsVergV; Ziff. 1.1.1. CEBS-Leitlinien; vgl. Löw/Gluck, NZA 2015, 137, 138; nach BAG, Urt. v. 03.05.2006 –

Leitlinien Verfahren oder Instrumenten, die eine Umgehung der Vergütungsgrundsätze erleichtern (vgl. Anhang II Abs. 1 lit. r) AIFM-RL), indem die Verantwortlichkeit des Leitungsorgans zur Sicherstellung einer soliden und umsichtigen Vergütungspolitik herausgestellt wird.<sup>1401</sup> Für die Abgrenzung kongruenter zu inkongruenten Gewinnanteilen ist daher auch im Sinne einer Durchschau auf die zugrunde liegende Finanzierungsstruktur der Beteiligung abzustellen, um nicht durch Instrumente der Fremdfinanzierung eine Umgehung der Vorschriften zu ermöglichen. Beruht die Kapitalbeteiligung eines Carried Interest-Bezugsberechtigten daher ganz oder teilweise auf einer rückgrifflosen Fremdfinanzierung (*non recourse*) durch den AIF bzw. die AIF-KVG, so kann auch eine nominal kapitalproportionale Gewinnausschüttung mangels eigenen Kapitalbeitrags des Bezugsberechtigten als im aufsichtsrechtlichen Sinne disproportional einzuordnen sein.

#### d) Verhältnismäßigkeit und Systemrisikodimension sog. NBNI G-SIFI

Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit erfährt in den Vorgaben zur Vergütungspolitik besondere Beachtung. Die Bedeutung dieses auch im europäischen Primärrecht rezipierten<sup>1402</sup> und als justiziabel anerkannten<sup>1403</sup> öffentlich-rechtlichen Grundsatzes ist bereits in den Richtlinienvorgaben angelegt. So sind die Vergütungsgrundsätze gem. Anhang II Abs. 1 AIFM-RL von AIFM „nach Maßgabe ihrer Größe, ihrer internen Organisation und der Art, dem Umfang und der Komplexität ihrer Geschäfte“ anzuwenden.<sup>1404</sup> Unter Berücksichtigung dieser Kriterien<sup>1405</sup> sowie des Risikoprofils, der Risikobereitschaft

---

10 AZR 310/05, NZA-RR 2006, 582, 587, Rz. 46 handelt es sich bei Carried Interest im arbeitsrechtlichen Sinn um „eine nicht in das Austauschverhältnis „Arbeit gegen Lohn“ einbezogene Erfolgsbeteiligung“; ähnlich *Volhard/Kruschke*, DB 2011, 2645, 2648 f., denen zufolge es sich bei Carried Interest um aufsichtsrechtlich nicht als Vergütung qualifizierende „Gewinnanteile“ handeln soll.

<sup>1401</sup> Vgl. Rz. 15 AIFM-VL.

<sup>1402</sup> Vgl. Art. 5 Abs. 4 UAbs. 1 EUV i.V.m. dem Protokoll über die Anwendung der Grundsätze der Subsidiarität und der Verhältnismäßigkeit v. 13.12.2007, ABl. EU C 306/150 v. 17.12.2007; zur dogmatischen Verortung *Calliess/Ruffert-Calliess*, Art. 5 EUV Rn. 44 ff.; *Streinz-Streinz*, Art. 5 EUV Rn. 41 ff.

<sup>1403</sup> Vgl. zum Umfang der Justiziabilität *Calliess/Ruffert-Calliess*, Art. 5 EUV Rn. 66 ff.; *Streinz-Streinz*, Art. 5 EUV Rn. 48 ff.

<sup>1404</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 2 S. 2 AIFM-RL i.V.m. Rz. 23 AIFM-VL; siehe auch Erwgr. 25 AIFM-RL und Erwgr. 11 KOM Vergütungsempfehlung; zu Erwägungen zur Konkretisierung des Verhältnismäßigkeitsprinzips *de lege ferenda* ESMA, Proportionality Letter v. 31.03.2016, ESMA/2016/412, S. 5 ff. Zur Bedeutung des Grundsatzes i.R.d. gem. Anhang II Abs. 3 AIFM-RL einzurichtenden Vergütungsausschusses siehe unten sub 3. b).

<sup>1405</sup> Vgl. eingehend zur Auslegung der genannten Kriterien Rz. 29 AIFM-VL. Hinsichtlich des Kriteriums der Größe sehen die Leitlinien von der Bestimmung konkreter Schwellenwerte ab. Als Referenzwert können indes die quantitativen Kriterien für die Einrichtung eines Vergütungsausschusses

und der Strategie des AIFM kommt in Ausnahmefällen eine Nichtanwendung ausgewählter Anforderungen für alle bzw. bestimmte identifizierte Mitarbeiter eines AIFM in Betracht.<sup>1406</sup> Eine Nichtanwendung soll indes allein in Bezug auf die grundsätzliche Anwendbarkeit der besonderen Anforderungen an variable Vergütungen<sup>1407</sup> sowie die Einrichtung eines Vergütungsausschusses in Betracht kommen, eine inhaltliche Modifikation numerischer Vorgaben hingegen ausgeschlossen<sup>1408</sup> sein. Anders als die kreditwesen- und versicherungsaufsichtsrechtlichen Vergütungsgrundsätze, die eine Anwendung besonderer Anforderungen für sog. bedeutende Institute an präzise quantitative Schwellenwerte (vgl. § 17 InstitutsVergV, § 1 Abs. 3 VersVergV)<sup>1409</sup> knüpfen, differenziert die Vergütungsregulierung nach AIFM-RL und KAGB diesbezüglich (noch) nicht.

Für die Auslegung der vorgenannten Verhältnismäßigkeitskriterien der AIFM-RL ist vornehmlich die potentiell systemische Bedeutung eines AIFM zu beachten.<sup>1410</sup> Die regulatorische Einordnung systemisch bedeutender Investmentfonds befindet sich derzeit noch in der Entwicklung.<sup>1411</sup> Den Ausgangspunkt eines global standardisierten

---

herangezogen werden (vgl. Rz. 55 AIFM-VL).

<sup>1406</sup> Vgl. Rz. 25 AIFM-VL.

<sup>1407</sup> Vgl. Rz. 26 AIFM-VL; zu den besonderen Anforderungen an variable Vergütungen unten sub 4.

<sup>1408</sup> Unter Verhältnismäßigkeitserwägungen darf etwa allein von der Vorgabe eines Mindestzurückstellungszeitraums abgewichen werden, indes müssen bei dessen Beachtung die zeitlichen Vorgaben zu dessen Dauer unberührt bleiben; gleiches gilt für den Anteil zurückzustellender variabler Vergütungen und den Mindestanteil der in Instrumenten auszahlenden Vergütung, vgl. Rz. 25 f. AIFM-VL.

<sup>1409</sup> Die besonderen Anforderungen der §§ 17–26 InstitutsVergV finden gem. § 1 Abs. 3 InstitutsVergV n.F. (§ 1 Abs. 2 InstitutsVergV a.F.) nur auf bedeutende Institute i.S.d. § 17 InstitutsVergV n.F. (a.F.) Anwendung, d.h. insbesondere solche, die eine Bilanzsumme von 15 Mrd. EUR aufweisen (Abs. 1) oder die die Kriterien einer Beaufsichtigung i.R.d. des SSM erfüllen (Abs. 2 Nr. 1). Nach Art. 6 Abs. 4 UAbs. 2 lit. i) SSM-VO setzt die Einstufung als bedeutendes Institut (*significant institution*) voraus, dass der Gesamtwert der Aktiva auf der höchsten Konsolidierungsebene innerhalb der SSM-Staaten 30 Mrd. EUR überschreitet. Einer entsprechenden Systematik folgen die versicherungsaufsichtsrechtlichen Bestimmungen, die gem. § 1 Abs. 2 S. 2 VersVergV besondere Anforderungen gem. § 4 VersVergV auf „bedeutende Unternehmen“ i.S.d. § 1 Abs. 3 VersVergV beschränken. Als solche sind in der Regel Unternehmen mit einer Bilanzsumme von 90 Mrd. EUR anzusehen (§ 1 Abs. 3 S. 6 VersVergV); bei Überschreiten einer Bilanzsumme von 45 Mrd. EUR haben Unternehmen in einer eigenen Risikoanalyse zu ermitteln, ob sie bedeutend sind (§ 1 Abs. 3 S. 1 VersVergV); unterschreitet die Bilanzsumme den Wert von 45 Mrd. EUR gilt ein Unternehmen als nicht bedeutend (§ 1 Abs. 3 S. 7 VersVergV). Ähnliche Schwellenwerte enthielt bereits § 1 Abs. 2 InstitutsVergV 2010, demzufolge eine Bilanzsumme von 10 Mrd. EUR i.V.m. einer Risikoanalyse oder eine Bilanzsumme von 40 Mrd. EUR die bedeutende Eigenschaft eines Instituts begründete, vgl. Boos/Fischer/Schulze-Mattler-Wolfgarten, § 17 InstitutsVergV Rn. 1 ff.; kritisch *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 76 ff.

<sup>1410</sup> So auch Rz. 29 AIFM-VL, indes mit dem Hinweis, dass die „allgemeine Verpflichtung zu soliden Vergütungspolitiken und -praktiken [...] für alle AIFM ohne Berücksichtigung ihrer Größe oder systemischen Bedeutung“ gilt.

<sup>1411</sup> Siehe zur systemischen Risikodimension alternativer Investmentfonds Kapitel 2 sub I. 1. c).

Aufsichtsansatzes bilden dabei Konsultationen des BCBS<sup>1412</sup> zu sog. systemisch bedeutenden Finanzinstituten (*Systemically Important Financial Institution*, SIFI).<sup>1413</sup> Die regulatorische Terminologie differenzierte innerhalb der Gruppe der SIFI zunächst zwischen systemisch bedeutsamen Banken (*Systemically Important Bank*, SIB) und Versicherungen (*Systemically Important Insurer*, SII). Ferner wird zwischen SIFI von nationaler bzw. globaler Relevanz (*domestic* bzw. *global*, letztere sog. G-SIFI) unterschieden. Auf Grundlage einer einheitlichen Beurteilungsmethodik werden derzeit 30 Institute als global systemisch bedeutende Banken (G-SIBs) eingestuft.<sup>1414</sup> An diese Grundlagen knüpfen jüngere Bestrebungen von FSB<sup>1415</sup> und IOSCO<sup>1416</sup> an, weitere systemisch relevante Finanzmarktakteure regulatorisch zu erfassen. Danach sollen im Sinne einer umfassenden Negativdefinition alle diejenigen Finanzunternehmen (*financial entities*), bei denen es sich nicht um Kreditinstitute bzw. Versicherungen handelt (*Non-Bank Non-Insurer*, NBNI), und die von global systemischer Bedeutung sind (G-SIFI) erfasst sein.<sup>1417</sup> Entscheidende Anknüpfungspunkte sollen dabei Indikatoren der Kategorien Größe, Vernetzung, Ersetzbarkeit, Komplexität des NBNI G-SIFI und dessen Ausmaß an grenzüberschreitender Tätigkeit sein.<sup>1418</sup>

Als materieller Schwellenwert einer systemischen Relevanz einzelner Investment-

---

<sup>1412</sup> Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS), dessen Mitglieder sich aus Vertretern nationaler Notenbanken und Aufsichtsbehörden zusammensetzen, entwickelt und koordiniert Regulierungsvorgaben der Bankenaufsicht auf internationaler Ebene. Er ist institutionell der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) angegliedert.

<sup>1413</sup> Vgl. *Pflock*, Bankenregulierung, S. 116 ff.

<sup>1414</sup> FSB, List of G-SIBs, S. 3; vgl. zur Beurteilungsmethodik BCBS, SIB Report 2013, S. 1 ff.

<sup>1415</sup> Bei dem sog. Finanzstabilitätsrat (*Financial Stability Board*, FSB) handelt es sich um ein rechtlich unselbständiges globales Koordinierungsgremium, dessen Sekretariat der BIZ angegliedert ist. Ihm gehören Vertreter von Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Ministerien der G20-Staaten, internationaler Organisationen sowie Standardsetzungsgremien an, die im Rahmen des Gremiums ihre Aufsichts- und Überwachungstätigkeit abstimmen. Vgl. zu Aufgaben und Arbeitsweise des FSB näher *Ruddigkeit*, in: Tietje/Kraft/Lehmann (Hrsg.), Transnationales Wirtschaftsrecht, Heft 111 (2011), S. 12 ff.

<sup>1416</sup> Bei der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) handelt es sich um einen 1983 begründeten Zusammenschluss, der zum Ziel hat, die Kooperation der Aufsichtsbehörden von 200 Mitgliedstaaten zu fördern und durch gemeinsame Standards Transaktionen im Wertpapierhandel zu harmonisieren.

<sup>1417</sup> FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 1; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 1 ff.

<sup>1418</sup> FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 5 ff.; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 6 ff.; vgl. bereits BCBS, SIB Report 2013, S. 5 ff. Diese Kriterien identifizieren auch Stimmen in der Literatur, vgl. *Lo*, 1 J. Fin. Econ. Pol. 4, 10 (2009).

fonds<sup>1419</sup> werden verwaltete Netto-Vermögenswerte von 100 Mrd. USD angesetzt.<sup>1420</sup> Für sog. *private funds* (Hedge- und Private Equity-Fonds) soll ein alternativer Schwellenwert von 400 Mrd. USD Bruttonominal-Exposure (*Gross Notional Exposure*, GNE) zur Anwendung kommen.<sup>1421</sup> Auf aggregierter Ebene einer Verwaltungsgesellschaft, die mehrere Fonds verwaltet, soll eine systemische Bedeutung hingegen erst ab Überschreiten einer Bilanzsumme von 100 Mrd. USD bzw. verwalteten Vermögenswerten (AUM) von 1 Bio. USD anzunehmen sein.<sup>1422</sup> Eine Betrachtung der Marktverhältnisse lässt jedoch erkennen, dass die weltweit zehn größten Hedgefondsmanager Netto-Vermögenswerte i.H.v. jeweils ca. 20 bis 90 Mrd. USD verwalten und die weltweit zehn größten Private Equity-Sponsoren in einem Fünfjahreszeitraum kumulierte Eigenmittelzusagen von ca. 19 bis 60 Mrd. USD eingeworben haben.<sup>1423</sup> Diese Werte sind einerseits mit den weltweit zehn größten Banken zu vergleichen, deren Bilanzsummen sich auf ca. 2,1 bis 3,5 Bio. USD belaufen.<sup>1424</sup> Zum anderen ist die Größe alternativer Investmentfonds in Relation zu den verwalteten Vermögenswerten anderer institutioneller Kapitalanleger wie insbesondere Pensions- und Staatsfonds (SWF)<sup>1425</sup> zu betrachten, die ungleich höhere Fondsvolumina und Marktkonzentrationen aufweisen. Im Verhältnis zu diesen sind alternative Investmentfonds als relativ klein und stark fragmentiert zu bewerten.

Im Rahmen einer konkretisierenden Vergütungsverordnung, die nach Maßgabe des § 37 Abs. 3 S. 2 KAGB ebenfalls dem Verhältnismäßigkeitsprinzip verpflichtet ist, empfiehlt

---

<sup>1419</sup> Innerhalb der Gruppe der NBNI kommen neben Finanzierungsgesellschaften (*finance companies*) und Finanzintermediären (*broker-dealers, investment firms*) als Investmentfonds (*investment funds*, auch bezeichnet als *Collective Investment Schemes*, CIS) vor allem Index-, Geldmarkt-, Hedge- und Publikumsfonds in Betracht, vgl. FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 28 ff.; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 30 ff.

<sup>1420</sup> Vgl. FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 8 f.; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 36 f. zufolge sollen für sog. traditionelle Investmentfonds als alternativer Schwellenwert verwaltete Bruttovermögenswerte von 200 Mrd. USD AUM heranzuziehen sein.

<sup>1421</sup> Vgl. FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 36; FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014, S. 8.

<sup>1422</sup> FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 11 und S. 47 ff.

<sup>1423</sup> Vgl. zu den größten Hedgefonds *Seth*, Investopedia Online v. 15.01.2015; zu den größten PE-Sponsoren PEI, Top 300 (2016), S. 39 ff.; *McCahery/Vermeulen*, in: Cumming (Hrsg.), *Private Equity*, S. 363.

<sup>1424</sup> Vgl. SNL Financial, *Largest 100 Banks* (2015).

<sup>1425</sup> Die weltweit drei größten Staatsfonds (*Sovereign Wealth Funds*, SWF) verwalteten 2016 Vermögenswerte von jeweils ca. 747 Mrd., 773 Mrd. und 873 Mrd. USD, SWF Institute, *Online Ranking 2016*.

es sich, die Anwendung der in den AIFM-VL benannten besonderen Vergütungsgrundsätze an das Überschreiten gesetzlicher Schwellenwerte zu knüpfen. Diese sollten im Einklang mit der transnationalen Aufsichtsmethodologie zur Ermittlung der einschließlich Leverage durch einen AIFM kontrollierten Marktrisiken auf das Bruttonominal-Exposure (GNE) abstellen.<sup>1426</sup> Unter Berücksichtigung der für die Ermittlung von NBNI G-SIFI diskutierten Schwellenwerte und der im Verhältnis zu Banken deutlich geringeren systemischen Effekte<sup>1427</sup> alternativer Investmentfonds erscheinen daher verwaltete Bruttovermögenswerte i.H.v. 50 bzw. 100 Mrd. EUR als geeignete Referenzwerte zur Annahme einer potentiellen bzw. zu vermutenden systemischen Bedeutung eines AIFM (sog. bedeutender AIFM). Überschreiten die verwalteten Bruttovermögenswerte einer AIF-KVG nach Maßgabe der zur Bestimmung des Anwendungsbereichs des KAGB maßgeblichen Methode<sup>1428</sup> den Wert von 50 Mrd. EUR, so sollte sie nach Maßgabe einer eigenen Risikoanalyse verpflichtet sein eigenverantwortlich festzustellen, ob sie als bedeutende KVG einzustufen ist.<sup>1429</sup> Bei Über- bzw. Unterschreiten von 100 bzw. 50 Mrd. EUR AUM sollte diese Eigenschaft jeweils widerleglich zu vermuten bzw. nicht zu vermuten sein, sodass die Begründungslast für eine abweichende Einstufung im Fall des Überschreitens der betreffenden AIF-KVG bzw. bei Unterschreiten der Aufsicht zufällt.<sup>1430</sup>

### **3. Allgemeine Anforderungen an Vergütungssysteme**

Die Vergütungsgrundsätze der AIFM-RL umfassen zunächst allgemeine Anforderungen, die grundsätzlich von allen AIF-KVGen zu beachten sind.

a) Anforderungen an die allgemeine Vergütungspolitik

aa) Verknüpfung von Vergütungspolitik und Risikomanagement

In inhaltlicher Kongruenz zu den übrigen finanzmarktrechtlichen Vergütungsregulie-

---

<sup>1426</sup> Vgl. zur Bestimmung FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015, S. 36.

<sup>1427</sup> Siehe dazu Kapitel 2 sub I. 1. c).

<sup>1428</sup> Siehe zur Bestimmung des Anwendungsbereichs des KAGB bereits oben sub I. 2. b) aa).

<sup>1429</sup> Vgl. § 17 Abs. 1 InstitutsVergV n.F. (a.F.); § 1 Abs. 3 S. 1 VersVergV.

<sup>1430</sup> Als maßgebliche Kriterien zur Bestimmung der systemischen Bedeutung einer AIF-KVG sind Art, Umfang und Komplexität ihrer Geschäft (z.B. Leverage, Derivateinsatz und Teilnahme an organisierten Märkten) zu beurteilen, vgl. Rz. 29 lit. c) AIFM-VL.

rungsregimen<sup>1431</sup> bestimmt § 37 Abs. 1 KAGB, dass das für identifizierte Mitarbeiter einer AIF-KVG festzulegende Vergütungssystem „mit einem soliden und wirksamen Risikomanagementsystem vereinbar und diesem förderlich ist und keine Anreize setzt zur Eingehung von Risiken, die nicht mit dem Risikoprofil, den Anlagebedingungen, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag der von ihnen verwalteten Investmentvermögen vereinbar sind.“<sup>1432</sup> Terminologisch weicht das nationale Recht, das anstelle des unionsrechtlichen Begriffs der „Vergütungspolitik“ („*remuneration policy*“)<sup>1433</sup> allein den des „Vergütungssystems“<sup>1434</sup> verwendet, damit zwar von den Richtlinienvorgaben ab. Inhaltlich sind die Begriffe indes synonym zu verwenden und als Oberbegriff für die Gesamtheit aller vergütungsbezogenen Regelungen, deren Umsetzung und Anwendung innerhalb der AIF-KVG oder des AIF zu verstehen.<sup>1435</sup> Das Vergütungssystem soll ferner gem. Anhang II Abs. 1 lit. b) AIFM-RL mit der „Geschäftsstrategie, Zielen, Werten und Interessen des AIFM und der von ihm verwalteten AIF oder der Anleger solcher AIF in Einklang“ stehen und auch Maßnahmen zu Vermeidung von Interessenkonflikten umfassen.<sup>1436</sup>

Neben einer aus den Vorgaben abzuleitenden Pflicht zu einer umfassenden Vergütungs- und Risikodokumentation in den Beteiligungs- und Vertriebsvereinbarungen ist diesen allgemeinen Bestimmungen insbesondere das Erfordernis einer Verknüpfung von Vergütungselementen und Risikoparametern zu entnehmen. Der europäische Gesetzgeber folgt damit inhaltlich transnationalen Vorgaben.<sup>1437</sup> So soll nicht nur ein angemessenes Gleichgewicht zwischen fester und variabler Vergütung<sup>1438</sup>, sondern für die Bemessung

---

<sup>1431</sup> Vgl. das Erfordernis für Institute gem. § 25 Abs. 1 S. 3 Nr. 6 i.V.m. Abs. 5 KWG „angemessene, transparente und auf eine nachhaltige Entwicklung des Instituts ausgerichtete Vergütungssysteme“ einzurichten; siehe für Wertpapierdienstleistungsunternehmen ebenso MaComp BT 8.2.1 Ziff. 1.

<sup>1432</sup> Vgl. Anhang II Abs. 1 lit. a) AIFM-RL; gleichlautend Art. 14a Abs. 1 OGAW-RL; siehe auch schon die Anforderungen in Ziff. 7.01.04. InvMaRisk.

<sup>1433</sup> Vgl. Art. 13 i.V.m. Anhang II AIFM-RL; Artt. 14a, 14b OGAW-RL; Artt. 75, 92 CRD IV; Art. 450 CRR.

<sup>1434</sup> Vgl. § 37 KAGB; § 25a KWG; § 2 Abs. 2 InstitutsVergV n.F. (a.F.).

<sup>1435</sup> § 2 Abs. 2 InstitutsVergV n.F. (a.F.) definiert das Vergütungssystem als „die institutsinternen Regelungen zur Vergütung sowie deren tatsächliche Umsetzung und Anwendung durch das Institut“; vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 2 InstitutsVergV Rn. 9 f.; Groeger, RdA 2011, 287, 289.

<sup>1436</sup> Hierbei sollen neben der allgemeinen Geschäftsstrategie und der quantifizierten Risikotoleranz auch andere Werte des Unternehmens wie die „Compliance-Kultur“, ethische Grundsätze, Verhaltensregeln gegenüber Anlegern und Regeln für Interessenkonflikte maßgebend sein, Rz. 78 AIFM-VL.

<sup>1437</sup> Vgl. Rz. 4–9 FSF-Prinzipien.

<sup>1438</sup> Vgl. Rz. 78 AIFM-VL.

variabler Vergütungen auch Elemente des Risikomanagements<sup>1439</sup> zu beachten sein. Kritisch sollen in diesem Zusammenhang variable Vergütungen zu bewerten sein, die keine Zurückstellungs- bzw. Berichtigungsmechanismen beinhalten oder auf nicht risikoadjustierten Gewinnen beruhen.<sup>1440</sup>

Die Reichweite und Implikationen dieses Risikokoppelungsgebots erscheinen jedoch fraglich. Zu berücksichtigen ist zunächst, dass dieses Gebot eine technisch anspruchsvolle Konkretisierung in besonderen Anforderungen an variable Vergütungen erfährt, die etwa eine Vergütung in Instrumenten sowie Zurückbehaltungs- und Berichtigungsmechanismen vorsehen.<sup>1441</sup> Unter Verhältnismäßigkeitserwägungen sind jedoch nur bedeutende AIFM zur Anwendung dieser Vorgaben verpflichtet,<sup>1442</sup> sodass unklar erscheint, in welchem Umfang von diesen AIFM Vergütungselemente und Risikoparameter miteinander zu verknüpfen sind. Während eine Verknüpfung variabler Vergütungen mit Risikokennzahlen in solchen AIF, die in liquide Finanzinstrumente investieren (z.B. Hedgefonds), durch die Verwendung kapitalmarktorientierter Risikomodelle zwar umsetzbar erscheint, sieht sie sich im Rahmen illiquider Anlagestrategien (z.B. Private Equity-Fonds) erheblichen praktischen Hindernissen ausgesetzt. Zwar zeigt die finanzwirtschaftliche Literatur Ansätze für die Risikomessung illiquider Anlagegüter auf.<sup>1443</sup> Angesichts des hohen methodischen Anspruchs finden sie – soweit ersichtlich – im Rahmen des Risikomanagements illiquider Strategien bislang jedoch noch keine Verwendung.<sup>1444</sup> Zwar wäre eine zunehmende Verbreitung von Methoden der risikoadjustierten Ertragsmessung in sämtlichen alternativen Investmentfonds zu begrüßen, um Risikofaktoren als Ertragsquellen (Risikoprämien) präzise zu identifizieren. Allein dies erlaubt Anlegern, systematische (Markt-)Risiken (Beta) von individuellen Managementfähigkeiten (Alpha) abzugrenzen und damit das Risiko-Ertrags-Profil einer Anlage sowie die Angemessenheit der Verwaltervergütung zutreffend zu bewerten. Allerdings sind diese Methoden zunächst als Bestandteil einer risikoadjustierten Performancemes-

---

<sup>1439</sup> Vgl. Rz. 81 S. 1 AIFM-VL.

<sup>1440</sup> Vgl. Rz. 80 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1441</sup> Siehe zu den besonderen Anforderungen an variable Vergütungen sogleich sub 4.

<sup>1442</sup> Siehe zum Umfang regulatorischer Pflichten für bedeutende AIFM bereits oben sub 2. d).

<sup>1443</sup> Siehe kursorisch zu diesen Ansätzen bereits oben Kapitel 2 sub II. 3. c).

<sup>1444</sup> So adressieren auch Branchenleitlinien für quantitative Methoden der Risikomodellierung explizit die Anleger, nicht jedoch Fondsmanager, vgl. EVCA, Risk Measurement Guidelines 2013, S. 14 ff.

sung und damit als Element der Berichterstattung anzusehen.<sup>1445</sup> Die Verknüpfung individueller Vergütungselemente mit risikoadjustierten Ertragsdaten stellt sich demgegenüber erst als methodisch nächster Schritt dar, der angesichts der differenzierenden Richtlinien-systematik allein den besonderen Anforderungen an variablen Vergütungen vorbehalten bleiben soll.

Für die Bestimmung des aufsichtsrechtlich gebotenen Rahmens der Risikomessung und -steuerung sind daher allein die Regulierungsvorgaben für das Risikomanagement in AIF<sup>1446</sup> entscheidend, die durch das Erfordernis risikoadjustierter Vergütungssysteme inhaltlich nicht erweitert werden. Soweit ein aufsichtsrechtlich zulässiges Risikomanagementsystem einer AIF-KVG daher maßgeblich auf Ertrags- bzw. Schuldenkennzahlen beruht, ist deren Verwendung für die erforderliche Verknüpfung mit Vergütungsbestandteilen als ausreichend zu erachten. Auch eine allgemeine Pflicht zur Herabsetzung oder Rückforderung (sog. Clawback)<sup>1447</sup> variabler Vergütungen bei negativen Wertentwicklungen des AIF oder AIFM ist den Richtlinienanforderungen außerhalb der besonderen Anforderungen an variable Vergütungen<sup>1448</sup> nicht zu entnehmen.<sup>1449</sup> Ein solches Erfordernis stünde im Übrigen in einem Spannungsverhältnis zu arbeitsrechtlichen Bestimmungen, deren zentrales Anknüpfungsmoment eine durch die Judikative extensiv<sup>1450</sup> interpretierte AGB-Kontrolle von Bonuszahlungen<sup>1451</sup> bietet. Deren zentralen Bewertungsmaßstab bilden das mit dem Angemessenheitskriterium verknüpfte Transparenzer-

---

<sup>1445</sup> Siehe zu Bewertungs- und Berichtspflichten bereits oben sub I. 2. b) bb).

<sup>1446</sup> Siehe zu Anforderungen an das Risikomanagement bereits oben sub 1. a).

<sup>1447</sup> Vgl. *Dzida/Naber*, BB 2011, 2613, 2615 f.; eingehend *Schuster*, in: FS Bauer, S. 973 ff.; zu Rückzahlungsklauseln, die an den Bestand eines Arbeitsverhältnisses anknüpfen *Löw/Glück*, DB 2015, 187, 190.

<sup>1448</sup> Siehe zu diesen besonderen Anforderungen unten sub 4.

<sup>1449</sup> Siehe aber für Institute die Anforderungen an die Festsetzung des Gesamtbetrags der variablen Vergütung gem. § 7 Abs. 1 S. 3 InstitutsVergV n.F. (§ 7 S. 2 InstitutsVergV a.F.), in deren Rahmen die Risikotragfähigkeit, die mehrjährige Kapitalplanung und die Ertragslage des Instituts (Nr. 1), die angemessene Eigenmittel- und Liquiditätsausstattung (Nr. 2 lit. a)) und die Kapitalpuffer-Anforderungen gem. § 10i KWG (Nr. 2 lit. b)) zu berücksichtigen sind; daraus eine Pflicht zur umfassenden Herabsetzung bei negativer Ertragslage eines Instituts ableitend BaFin, Auslegungshilfe zu § 7 InstitutsVergV; vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 110 ff.; *Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten*, § 7 InstitutsVergV Rn. 1 ff.; zum Spannungsverhältnis zu arbeitsrechtlichen Vorgaben *Jensen*, BB 2014, 2869 ff.

<sup>1450</sup> So werden auch nur einmalig verwendete Geschäftsführer-Anstellungsverträge durch die Rechtsprechung als Verbraucherverträge i.S.d. § 310 Abs. 3 Nr. 2 BGB eingeordnet, vgl. BAG, Urt. v. 19.05.2010 – 5 AZR 253/09, NJW 2010, 2827, 2829 ff. (Rz. 24 ff.).

<sup>1451</sup> Vgl. überblicksartig zur Klauselkontrolle von Bonuszahlungen in der jüngeren Rechtsprechung des BAG *Löw/Glück*, DB 2015, 187 ff.

fordernis (§ 307 Abs. 1 S. 1 und S. 2 BGB), sodass Bonusbedingungen eindeutig und klar formuliert sein müssen. Dies setzt arbeitsrechtlichen Flexibilisierungsinstrumenten wie etwa Freiwilligkeits- oder Widerrufsvorbehalten Grenzen.<sup>1452</sup>

Berücksichtigt im Rahmen einer Zielvereinbarung die Bemessungsgrundlage einer variablen Vergütung neben dem Gesamterfolg des Arbeitgebers (z.B. Ergebnis des AIF bzw. der AIF-KVG) auch die individuelle Leistung eines Mitarbeiters<sup>1453</sup>, begegnet eine Herabsetzung der Vergütung weiteren Hindernissen. In diesem Fall steht die Vergütung regelmäßig im synallagmatischen Leistungsverhältnis, in dessen Rahmen der Arbeitgeber für die Festsetzung der Vergütungshöhe über ein einseitiges Leistungsbestimmungsrecht i.S.d. § 315 BGB verfügt.<sup>1454</sup> Ist zwar die Ertragslage des Arbeitgebers negativ, der Individualbeitrag des Mitarbeiters hingegen positiv, so entspricht eine völlige Streichung einer variablen Vergütung nur in besonderen Ausnahmesituationen dem gem. § 315 Abs. 1 und Abs. 3 BGB gebotenen billigen Ermessen.<sup>1455</sup> Abweichend von den Vorgaben der InstitutsVergV empfiehlt sich daher, im Rahmen der weiteren Umsetzung der Richtlinienvorgaben außerhalb der besonderen Anforderungen an variable Vergütungen von einer aufsichtsrechtlichen Pflicht zur Verknüpfung der Ertragslage des AIF bzw. der AIF-KVG und der Bemessung von Vergütungskomponenten abzusehen.

#### bb) Altersversorgungsleistungen

Ferner sind bestimmte Altersversorgungsleistungen, die vom Vergütungsbegriff umfasst sind, besonderen Regelungen unterworfen.<sup>1456</sup> Nach Maßgabe der Richtlinienbestim-

---

<sup>1452</sup> Während bei Freiwilligkeitsvorbehalten bereits kein Anspruch des Arbeitnehmers entsteht, unterliegt ein entstandener Rechtsanspruch bei Vereinbarung eines Widerrufsvorbehalts einem einseitigen Beseitigungsrecht durch den Arbeitgeber, der indes den Anforderungen gem. § 308 Nr. 4 BGB genügen muss. Vgl. näher *Löw/Glück*, DB 2015, 187 f.; *Salamon*, NZA 2014, 465 ff.; *Dzida/Naber*, BB 2011, 2613 f.; *Schuster*, in: FS Bauer, S. 981 f.

<sup>1453</sup> Siehe zu Parametern der Ergebnisbemessung im Rahmen der besonderen Anforderungen an variable Vergütungen sogleich sub 4. a) bb).

<sup>1454</sup> Vgl. zu einseitigen Leistungsbestimmungsrechten in Arbeitsverträgen *MünchKommBGB-Würdinger*, § 315 Rn. 62 ff.; näher zu variablen Vergütungen *Salamon*, NZA 2014, 465, 468 ff.; *Löw/Glück*, DB 2015, 187, 190 ff.

<sup>1455</sup> Vgl. BAG, Urt. v. 19.03.2014 – 10 AZR 622/13, NZA 2014, 595, 600 ff. (Rz. 43 und Rz. 62) bejahend im Fall eines Kreditinstituts, das im Zuge der Finanzmarktkrise existenzgefährdende Verluste erlitt und staatliche Stützungsmaßnahmen in Anspruch nahm; ähnlich BAG, Urt. v. 20.03.2013 – 10 AZR 8/12, NZA 2013, 970, 973 (Rz. 37).

<sup>1456</sup> In entsprechender Anwendung der früheren kreditwesenrechtlichen Grundsätze sind hiervon aufgrund ihrer fehlenden Anreizimplikationen Beiträge zur gesetzlichen Rentenversicherung i.S.d. SGB VI und zur betrieblichen Altersversorgung im Sinne des Betriebsrentengesetzes auszunehmen (vgl. § 2 Abs. 1 S. 2 InstitutsVergV a.F.).

mungen müssen diese mit Geschäftsstrategie, Zielen, Werten und langfristigen Interessen des AIFM und der AIF in Einklang stehen.<sup>1457</sup> Zudem sollen „freiwillige Altersversorgungsleistungen“<sup>1458</sup> über einen Zeitraum von fünf Jahren langfristige Berichtigungsmechanismen dergestalt beinhalten, dass sie in Instrumenten gewährt werden, die den besonderen Anforderungen für variable Vergütungen unterliegen.<sup>1459</sup> Unter Beachtung von Verhältnismäßigkeitserwägungen sind diese Anforderungen jedoch auf diejenigen bedeutenden AIFM zu beschränken, die im Rahmen ihrer Vergütungspolitik auch im Übrigen den besonderen Anforderungen für variable Vergütungen unterliegen. Dafür ist insbesondere der unter realitätsnahen Annahmen allenfalls geringfügige Einfluss ermessensabhängiger Altersversorgungsleistungen auf das Risikoprofil der verwalteten AIF anzuführen.

### cc) Halteprämien und Abfindungen

Um ein vor dem Hintergrund der Regulierungsziele des Anleger- und Systemschutzes überaus zweifelhaftes Regulierungserfordernis handelt es sich bei den Vorgaben für Halteboni und Abfindungen. Zum einen enthalten die Richtlinienvorgaben ein grundsätzliches Verbot garantierter variabler Vergütungen (sog. Halteprämie oder *retention bonus*)<sup>1460</sup>, das allein Zahlungen im Zusammenhang mit der Einstellung neuer Mitarbeiter (sog. Antrittsprämie oder *signing bonus*) ausnimmt und diese auf das erste Jahr beschränkt<sup>1461</sup>. Zum anderen bestimmen sie, dass Zahlungen im Zusammenhang mit einer

---

<sup>1457</sup> Anhang II Abs. 1 lit. p) UAbs. 1 AIFM-RL; vgl. Rz. 82 AIFM-VL.

<sup>1458</sup> Rz. 83 AIFM-VL; siehe demgegenüber § 22 InstitutsVergV n.F., der allein „zusätzliche“ Leistungen erfasst (nach § 22 InstitutsVergV a.F. „ermessensabhängige Leistungen“); vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 6 InstitutsVergV Rn. 1 ff.; *Insam/Heisterhagen/Hinrichs*, DStR 2014, 913, 917.

<sup>1459</sup> Anhang II Abs. 1 lit. p) UAbs. 2 AIFM-RL; vgl. Rz. 83 ff. AIFM-VL. Dies soll insbesondere eine fünfjährige Sperrfrist sowie für Mitarbeiter, die den AIFM vor Eintritt in den Ruhestand verlassen, eine Ex-post-Risikoanpassung beinhalten.

<sup>1460</sup> Halteprämien (siehe nun § 5 Abs. 7 InstitutsVergV n.F.) sind an die Bedingung geknüpft, dass der Mitarbeiter zu einem bestimmten Stichtag noch im Unternehmen beschäftigt ist, vgl. Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 33; *Mujan*, BB 2013, 1653, 1658; *Löw/Glück*, NZA 2015, 137, 139; zur arbeitsrechtlichen Einordnung sog. Stichtagsklauseln *Löw/Glück*, DB 2015, 187, 188 ff.

<sup>1461</sup> Anhang II Abs. 1 lit. i) AIFM-RL; siehe auch § 5 Abs. 5 InstitutsVergV n.F. (§ 5 Abs. 6 InstitutsVergV a.F.). Unter Berücksichtigung des Umgehungsverbots (Anhang II Abs. 1 lit. r) AIFM-RL) ist hierbei eine materielle Betrachtung maßgebend, sodass im Rahmen von Kettenbefristungen jährlich neu gewährte garantierte variable Vergütungen unzulässig wären. Um eine garantierte variable Vergütung i.S.d. (§ 5 Abs. 6 InstitutsVergV a.F. handelt es sich auch bei befristeten funktionsbezogenen Stellenzulagen (siehe nun § 2 Abs. 6 S. 3 Nr. 2 i.V.m. S. 4 InstitutsVergV n.F.), vgl. BaFin, Auslegungshilfe zu § 5 InstitutsVergV.

vorzeitigen Vertragsbeendigung (sog. Abfindung oder *severance pay*)<sup>1462</sup> die erzielten Ergebnisse widerspiegeln und so gestaltet sind, „dass sie Versagen nicht belohnen“<sup>1463</sup>, um sog. „goldene Fallschirme“<sup>1464</sup> auszuschließen.

Beide Regulierungsvorgaben zielen erkennbar auf die Corporate Governance-Situation börsennotierter Publikumsgesellschaften und sollen einer „Selbstbedienung“ der Manager-Agenten durch variable Vergütungen ohne Leistungsbezug (Halteprämien) bzw. im Rahmen der vorzeitigen Vertragsbeendigung (Abfindungen)<sup>1465</sup> vorbeugen, d.h. betreffen weniger Risikoeffekte als vielmehr die Angemessenheit von Vergütungen.<sup>1466</sup> Die ökonomische Einordnung dieser Vergütungselemente ist jedoch bereits in Banken nicht eindeutig, da sog. Halteprämien insbesondere in der Ertragskrise als effektives Stabilisierungsinstrument zur Verringerung der Mitarbeiterfluktuation beitragen können.<sup>1467</sup> Zudem können auch hohe einmalige Abfindungen eine ökonomisch effiziente Handlungsoption darstellen, um die Beendigung eines Anstellungsverhältnisses zu ermöglichen, dessen Fortsetzung nicht im besten Interesse des AIFM bzw. der AIF liegt.

In der Agentursituation eines AIFM bestehen im Fall eines beschränkten Eigentümerkreises – zumal wenn sich dieser mit Leitungsfunktionen überschneidet – und der fehlenden Börsennotierung nur geringe Agenturkonflikte zwischen Anteilseignern und Managern. Insbesondere ist nicht ersichtlich, auf welchem Wege Halteprämien bzw. Abfindungen des AIFM, die allein dessen Gesellschaftsvermögen und nicht das eines AIF belasten, die Anlegerinteressen bzw. die Finanzmarktstabilität beeinträchtigen sollen.

---

<sup>1462</sup> Entsprechend den kreditwesenrechtlichen Bestimmungen sind hiervon Abfindungszahlungen auszunehmen, die aufgrund eines Sozialplans erfolgen oder mit denen ein gesetzlicher Abfindungsanspruch abgegolten wird (vgl. § 5 Abs. 7 S. 2 InstitutsVergV a.F., siehe nun § 5 Abs. 6 S. 5 InstitutsVergV n.F.), vgl. *Annuß*, BKR 2016, 102 ff.

<sup>1463</sup> Anhang II Abs. 1 lit. k) AIFM-RL; vgl. § 5 Abs. 6 S. 4 InstitutsVergV n.F. (§ 5 Abs. 7 S. 1 InstitutsVergV a.F.): „negative Erfolgsbeiträge oder Fehlverhalten [...] nicht belohnen“.

<sup>1464</sup> Rz. 87 AIFM-VL. Dabei wird ferner vorgeschlagen, Abfindungszahlungen den für variable Vergütungen in bedeutenden AIFM geltenden Zurückstellungsregelungen zu unterwerfen, Rz. 89 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1465</sup> Vgl. exemplarisch BGH, Urt. v. 21.12.2005 – 3 StR 470/04, BGHSt 50, 331 (Mannesmann).

<sup>1466</sup> Vgl. zu Abfindungen in der börsennotierten Aktiengesellschaft *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 502 ff.

<sup>1467</sup> Vgl. die Anweisung der früheren britischen Finanzaufsicht an die Führung der in schwieriger Ertragsverfassung befindlichen Dresdner Kleinwort Investment Bank, einem drohenden Mitarbeiterverlust durch Halteprämien zu begegnen, siehe Court of Appeal (Civil Division), Queen’s Bench Division, Urt. v. 26.04.2013 – Case No: A2/2012/1511/QBENF (Dresdner Kleinwort Limited & Anor v Attrill & Ors [2013] EWCA Civ 394), Rz. 13 ff.; kritisch auch *Löw/Glück*, NZA 2015, 137, 139.

Allenfalls wenn deren Summe die Solvenz des AIFM<sup>1468</sup> zu beeinträchtigen droht und infolge dessen die ordnungsgemäße Ausübung der Verwaltungsfunktionen gefährdet wäre, erscheint ein Eintritt der behaupteten Effekte denkbar. Vor dem Hintergrund der Entstehungsgeschichte der bankenrechtlichen Regulierungsvorgaben entstammenden Anforderungen, der Regulierungsziele der AIFM-RL und der agenturtheoretischen Situation ist der Regelungsgehalt der Normen demnach teleologisch auf solche Fälle zu beschränken, in denen Anhaltspunkte für solvenzgefährdende Implikationen der Zahlungen ersichtlich sind.

#### dd) Verbot von Absicherungs- oder Gegenmaßnahmen

Die Wirksamkeit der Vorgaben soll ferner durch das – erkennbar der Kapitalmarktregulierung entstammende<sup>1469</sup> – Verbot von Absicherungs- oder Gegenmaßnahmen sichergestellt werden. Gemäß Anhang II Abs. 1 lit. q) AIFM-RL ist von den Mitarbeitern eines AIFM zu verlangen, dass sie nicht auf persönliche „Hedging-Strategien oder vergütungs- und haftungsbezogene Versicherungen zurückgreifen“. Dies dient dem Zweck, die Risikoadjustierung der variablen Vergütung nicht durch Absicherungs- oder sonstige Gegenmaßnahmen zu unterlaufen.<sup>1470</sup> Die Norm verfolgt damit agenturtheoretisch das Ziel, die Anreizkompatibilität einer ergebnisabhängigen Entlohnungsfunktion sicherzustellen, indem ihre Duplizierbarkeit eingeschränkt wird; der Agent soll also die Anreizwirkung nicht durch eine (negative) Abbildung des Auszahlungsprofils aufheben können.<sup>1471</sup> Funktional betrachtet steht sie in Zusammenhang mit der Compliancestruk-

---

<sup>1468</sup> Siehe zu den Mindestkapitalanforderungen an eine AIF-KVG bereits oben sub I. 2. b) aa).

<sup>1469</sup> Vgl. *Bhagat/Romano*, ECFR 2010, 273, 289; aus Perspektive des US-Kapitalmarktrechts *Schizer*, 100 Colum. L. Rev. 440, 461 ff. (2000).

<sup>1470</sup> Siehe näher Rz. 90 ff. AIFM-VL; so nun auch ausdrücklich § 8 Abs. 1 S. 2 InstitutsVergV n.F. („keine Instrumente oder Methoden [...], durch die die Anforderungen dieser Verordnung umgangen werden“); vgl. *Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten*, § 8 InstitutsVergV Rn. 1 ff.; *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 122 ff.; zu Hedging-Verboten in Vorstandsverträgen *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 499 f.; zum US-Recht *Schizer*, 100 Colum. L. Rev. 440, 459 ff. (2000).

<sup>1471</sup> Die Wirksamkeit einer Entlohnungsfunktion hängt auch von ihrer Duplizierbarkeit ab, d.h. der Frage, ob das Auszahlungsprofil auch durch private Kapitalmarktgeschäfte des Agenten nachgebildet oder abgesichert (gehedgt) werden kann. Vgl. zur Unwirksamkeit *linearer* Erfolgsbeteiligungen in dem Fall, dass Manager eine Unternehmensbeteiligung veräußern bzw. eine Erfolgsvergütung hedgen können *Laux*, ZfB 1990, 1341 ff. und *ders.*, ZfB 1991, 477 ff.; zur agenturtheoretischen Einordnung von Hedginggeschäften im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen *Schizer*, 100 Colum. L. Rev. 440, 452 ff. (2000).

tur<sup>1472</sup> des AIFM und weist Parallelen zum Verbot von Mitarbeitergeschäften gem. § 33b WpHG a.F. (Art. 28 f. MiFID II-DVO)<sup>1473</sup> auf, das indes mit dem Schutz vor Interessenkonflikten einen abweichenden Schutzzweck verfolgt.<sup>1474</sup>

Adressat der Regelung ist der AIFM, der die Beachtung des Hedgingverbots im Rahmen seiner Compliance-Struktur sicherzustellen hat und dieses Verbot insbesondere in individualvertragliche Vereinbarungen mit identifizierten Mitarbeitern einbeziehen sollte.<sup>1475</sup> Dieser aufsichtsrechtliche Charakter der Norm kommt insbesondere bei der Einordnung als Verbotsgesetz i.S.d. § 134 BGB zum Tragen, das die Nichtigkeit eines zwischen einem identifizierten Mitarbeiter und einem Dritten vereinbarten Hedgegeschäftes zur Folge hätte.<sup>1476</sup> Da der individuelle Mitarbeiter aber nicht Regelungsadressat des gesetzlichen, sondern allein eines vertraglichen Hedgingverbots ist, kann er bereits nicht gegen ersteres verstoßen.<sup>1477</sup> Auch im Interesse des Verkehrsschutzes bleibt daher die Wirksamkeit eines privaten Hedgegeschäftes – d.h. sowohl des Verpflichtungs- als auch des Verfügungsgeschäfts – von der aufsichtsrechtlichen Zulässigkeit unberührt. Etwas anderes ergibt sich auch dann nicht, wenn das Hedgegeschäft auf der Grundlage von Insiderinformationen eingegangen wird.<sup>1478</sup>

---

<sup>1472</sup> Vgl. auch § 8 Abs. 2 InstitutsVergV n.F. (a.F.); Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 8 InstitutsVergV Rn. 4 ff.

<sup>1473</sup> Vgl. näher MaComp BT 2; BaFin, Rundschreiben 8/2008 (WA) – Überwachung von Mitarbeitergeschäften gemäß § 33b WpHG und § 25a KWG v. 18.08.2008, Gz. WA 31- Wp 2200 -2008/0028.

<sup>1474</sup> Vgl. KölnKommWpHG-Meyer/Paetzel, § 33b Rn. 3 f.; Assmann/Schneider-Koller, § 33b Rn. 8.

<sup>1475</sup> Vgl. Rz. 92 S. 2 AIFM-VL; Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 8 InstitutsVergV Rn. 4.

<sup>1476</sup> Im Interesse der Verkehrssicherheit ordnet das Kapitalanlagerecht in vielen Vorschriften ausdrücklich die Wirksamkeit aufsichtsrechtlich unzulässiger Verfügungen an, sodass auch angesichts der bloßen „Hilfsfunktion“ des § 134 BGB die Annahme eines Verbotsgesetzes nur in engen Grenzen geboten erscheint (siehe etwa § 75 Abs. 2 S. 2, § 84 Abs. 2 S. 2, § 93 Abs. 4 S. 2, § 205 S. 2, § 242, § 260 Abs. 5, § 265 S. 2, § 267 Abs. 1 S. 2 KAGB), vgl. Köndgen/Schmies, in: Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 124.

<sup>1477</sup> Im Übrigen scheidet eine Qualifikation des Hedgingverbots als Verbotsgesetz sowohl nach Sinn und Zweck der Norm aus, da das verfolgte Ziel insbesondere durch Verwaltungssanktionen erreicht werden kann, sowie aufgrund der regelmäßig fehlenden Kenntnis des Kontrahenten von der subjektiven Zielsetzung des hedgenden Mitarbeiters; vgl. allgemein zu den Anforderungen an ein Verbotsgesetz MünchKommBGB-Armbrüster, § 134 Rn. 41 ff.; ablehnend zur Unwirksamkeit aufsichtsrechtlich unzulässiger Vergütungsvereinbarungen in Bezug auf die InstitutsVergV Löw/Gluck, NZA 2015, 137, 142; ebenso Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 45.

<sup>1478</sup> Unstreitig handelt es sich bei dem Verbot von Insidergeschäften gem. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a.F. (nun Art. 14 lit. a) MAR) nicht um ein gesetzliches Verbot i.S.d. § 134 BGB, vgl. KölnKommWpHG-Klöhn, § 14 Rn. 515; Assmann/Schneider-Assmann, § 14 Rn. 206 f.; Sethe, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch, § 8 Rn. 160. Auch das Insider- und Marktmissbrauchsrecht erfährt mit Geltung zum 03.07.2016 eine weitgehende Vollharmonisierung durch den unionsweit vereinheitlichten Aufsichtsrahmen der sog. Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation*, MAR), Ver-

Hinsichtlich des materiellen Regelungsgehalts ist die Reichweite des Verbots zweifelhaft und die Unterscheidung zwischen liquide bzw. illiquide Strategien verfolgenden alternativen Investmentfonds wird offenkundig. Es erstreckt sich auf jede aufsichtsrechtlich erfasste variable Vergütung, da weder dem Wortlaut noch dem Normzweck eine Beschränkung auf Instrumente zu entnehmen ist.<sup>1479</sup> Der Abschluss eines Absicherungsgeschäfts setzt aber grundsätzlich die Marktfähigkeit des Basiswerts voraus, da Gegenparteien das gehedgte Risiko grundsätzlich nicht im eigenen Buch halten, sondern am Markt platzieren. So erscheinen Hedgegeschäfte durch Mitarbeiter eines Wertpapierfonds zwar durch Derivatgeschäfte möglich.<sup>1480</sup> Für eine Vielzahl illiquider Strategien wird indes bereits kein derivatives Absicherungsgeschäft erwerbbar sein.

Die Eingehung von Hedgegeschäften in einem bestimmten Marktsegment (sog. Basket-Hedge) ist zudem nicht vom Hedgingverbot umfasst.<sup>1481</sup> Der auf die Gewährleistung der Anreizsensitivität zielende Regelungszweck erfordert nämlich einen konkreten Bezug zu den gehedgten Vergütungsparametern. An diesem Unmittelbarkeitszusammenhang fehlt es aber, sofern der Mitarbeiter sich etwa gegen Marktschwankungen einer bestimmten Branche bzw. allgemeine konjunkturelle Einflüsse absichert.<sup>1482</sup> Insbesondere erfordert die Vorschrift kein umfassendes Verbot privaten Wertpapierhandels, wie es gleichwohl als Individualvereinbarung zur Unterbindung von Interessenkonflikten in Finanzinstituten zunehmende Verbreitung findet.<sup>1483</sup> Dies gilt auch für den Erwerb von

---

ordnung Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU L 173/1 v. 12.06.2014.

<sup>1479</sup> So zu § 8 InstitutsVergV *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 123.

<sup>1480</sup> Hängt beispielsweise der Bonus eines Händlers von der Wertentwicklung einer Long-Position des AIF in Finanztitel X ab, wäre ihm die Eingehung einer Short-Position (z.B. durch Leerverkauf oder Put-Option) auf X untersagt.

<sup>1481</sup> So in Bezug auf variable Vorstandsvergütungen auch *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 500.

<sup>1482</sup> Sichert sich etwa ein Mitarbeiter durch den Erwerb einer Index-Shortposition gegen einen allgemeinen Markteinbruch ab, qualifiziert dies nicht als erfasster Hedge, auch wenn die Transaktion einen Rückgang variabler Vergütungsanteile jedenfalls anteilig kompensiert. Als Grenzfall sind individuell zusammengestellte Hedge-Portfolien einzuordnen, die – sofern sie sich nicht auf den individuellen Finanztitel beziehen – auch bei einer hohen Korrelation zwischen Hedge-Gewinn und Vergütungsverlust mangels Unmittelbarkeit ebenfalls nicht erfasst sein dürften.

<sup>1483</sup> So enthalten die internen Richtlinien vieler Kapitalmarktintermediäre (z.B. Investmentbanken, Asset Manager, Broker oder Beratungsgesellschaften) Pflichten zur Offenlegung privater Depots bzw. Brokerkonten, zur Einholung der vorherigen Zustimmung des Arbeitgebers für Transaktionen in Einzeltiteln und deren Offenlegung sowie Anlagerahmenbedingungen (z.B. Mindesthaltefristen und Derivateinsatz).

Kreditausfallversicherungen (*Credit Default Swaps*, CDS) auf den AIFM bzw. die Muttergesellschaft, sofern ein Mitarbeiter damit das Solvenzrisiko seines Arbeitgebers absichert. Schließlich ist die Anreizsensitivität variabler Vergütungselemente auch nicht durch den Abschluss einer Managerhaftpflichtversicherung (sog. D&O-Versicherung)<sup>1484</sup> bzw. Krankenversicherungen<sup>1485</sup> betroffen.

#### b) Vergütungs-Governance und interne Vergütungskontrolle

Das Vergütungssystem einer AIF-KVG unterliegt einer fortlaufenden Vergütungskontrolle (*remuneration governance*)<sup>1486</sup>, in die verschiedene Instanzen eingebunden sind. Zuständig und verantwortlich für die Ausgestaltung und Umsetzung des Vergütungssystems ist zunächst das „Leitungsorgan des AIFM [...] in seiner Aufsichtsfunktion“<sup>1487</sup>. Bei der Aufsichtsfunktion soll es sich um die Personen oder das Organ handeln, die für die Aufsicht über die Geschäftsführung des AIFM verantwortlich sind.<sup>1488</sup> Damit modifiziert das Aufsichtsrecht indes nicht das gesellschaftsrechtliche Kompetenzgefüge, für die Festlegung des Vergütungssystems ist vielmehr das nach Maßgabe des Gesellschaftsrechts zuständige Organ berufen.<sup>1489</sup> Handelt es sich bei dem AIFM um eine externe AIF-KVG in der Rechtsform einer GmbH, sind demnach die Mitglieder des obligatorischen Aufsichtsrats (§ 18 Abs. 2 S. 1 KAGB) zur Festlegung des Vergütungssystems für die Geschäftsführer und letztere dazu berufen, das Vergütungssystem für die übrigen Mitarbeiter festzulegen.<sup>1490</sup> Das Leitungsorgan – d.h. das jeweils zuständige Organ – hat das Vergütungssystem einmal jährlich einer „zentralen und unabhängigen internen Überprüfung“<sup>1491</sup> zu unterziehen. Eng in diesen Überprüfungsprozess ist dabei die sog. Kontrollabteilung des AIFM (Risikomanagement, Compliance und interne Re-

---

<sup>1484</sup> Vgl. zur aktienrechtlichen Einordnung sog. D&O-Versicherungen (Directors' and Officers' Liability) MünchKommAktG-*Spindler*, § 93 Rn. 191 ff.

<sup>1485</sup> Vgl. Rz. 91 AIFM-VL.

<sup>1486</sup> Vgl. Rz. 37 ff. AIFM-VL.

<sup>1487</sup> Anhang II Abs. 1 lit. c) AIFM-RL und Rz. 15 AIFM-VL. In Anlehnung an das monistische Board-Modell des angloamerikanischen Rechtskreises unterscheiden die Vergütungsleitlinien zwischen dem Leitungsorgan (*management body*) und der Aufsichtsfunktion (*supervisory function*), Rz. 4 AIFM-VL; vgl. auch FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017, S. 35 f.

<sup>1488</sup> Rz. 4 AIFM-VL.

<sup>1489</sup> So RegE KAGB, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 222; vgl. auch MaComp BT 8.2.1 Ziff. 2.

<sup>1490</sup> Vgl. am Beispiel der Aktiengesellschaft RegE KAGB, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 222. Bei der Festlegung der Mitarbeitervergütungen handelt die Geschäftsführung daher im Sinne der Leitlinien „in ihrer Aufsichtsfunktion“.

<sup>1491</sup> Anhang II Abs. 1 lit. d) AIFM-RL; vgl. Rz. 48 ff. AIFM-VL.

vision) eingebunden<sup>1492</sup>, deren Qualifikation und Unabhängigkeit im Rahmen der Vergütungsvereinbarungen mit betreffenden Mitarbeitern sicherzustellen ist<sup>1493</sup>.

Ist der AIFM darüber hinaus aufgrund seiner Größe oder der Größe der verwalteten AIF, der internen Organisation und der Art, dem Umfang und der Komplexität seiner Geschäfte „von erheblicher Bedeutung“<sup>1494</sup>, ist ein sog. Vergütungsausschuss (*remuneration committee*) einzurichten.<sup>1495</sup> Mit der Pflicht zur Einrichtung eines sog. Vergütungskontrollausschusses bestehen für Banken inhaltlich weitgehend gleichlautende Anforderungen, die indes auf sog. bedeutende CRR-Institute beschränkt sind.<sup>1496</sup> Dabei erfolgt eine Verknüpfung beider Regulierungsregime durch eine Ausnahme für AIFM, die als Teil einer Gruppe über einen gruppenweiten Vergütungsausschuss verfügen.<sup>1497</sup> Bedenken begegnen jedoch quantitative Regelvermutungen, die für AIFM bereits weit unterhalb der Schwellenwerte der Bankenregulierung einen Vergütungsausschuss verlangen.<sup>1498</sup> Vielmehr sollte die Pflicht zur Einrichtung eines solchen Ausschusses angesichts der regelmäßig nur geringen systemischen Bedeutung von AIF im Einklang mit Verhältnismäßigkeitserwägungen nur für bedeutende AIFM bestehen, sodass der An-

---

<sup>1492</sup> Rz. 4 und Rz. 65 ff. AIFM-VL.

<sup>1493</sup> Zunächst muss die Höhe der Vergütung von Mitarbeitern der Kontrollabteilung dem AIFM erlauben, qualifiziertes und erfahrenes Personal zu beschäftigen, Rz. 70 AIFM-VL. Wird eine variable Vergütung gewährt, darf diese nach Anhang II Abs. 1 lit. e) AIFM-RL nicht an das finanzielle Ergebnis des Geschäftsbereichs geknüpft sein, der kontrolliert wird. Ferner darf die Vergütungsstruktur nicht ihre Unabhängigkeit beeinträchtigen oder Interessenkonflikte auslösen, Rz. 72 ff. AIFM-VL; vgl. Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 29. Vergleichbare Vorgaben enthält § 5 InstitutsVergV, vgl. Löw/Glück, BKR 2015, 186, 188. Weitergehende Anforderungen an die Unabhängigkeit von Vergütungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten bestehen in WpDU gem. § 13 Abs. 3 S. 2 Nr. 2 WpDVerOV, vgl. Assmann/Schneider-Koller, § 33 Rn. 71.

<sup>1494</sup> Anhang II Abs. 3 UAbs. 1 S. 1 AIFM-RL; die Kriterien müssen kumulativ vorliegen, Rz. 53 AIFM-VL.

<sup>1495</sup> Vgl. Câmara, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD, S. 237 ff.; Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 54 ff.

<sup>1496</sup> Vgl. § 25d Abs. 12 KWG i.V.m. § 15 InstitutsVergV. Die quantitativen Kriterien der Einstufung als bedeutendes Institut gem. § 25d Abs. 3 KWG knüpfen grundsätzlich an eine Bilanzsumme i.H.v. 15 Mrd. EUR (S. 7 Hs. 1) bzw. 30 Mrd. EUR (Beaufsichtigung im Rahmen des SSM, S. 7 Hs. 2 Nr. 1) an. Darüber hinaus haben bedeutende Institute gem. §§ 23 ff. InstitutsVergV einen sog. Vergütungsbeauftragten zu bestellen, der – funktional an eine interne Kontrollabteilung angebunden – das Aufsichtsorgan bzw. den Vergütungskontrollausschuss bei der Überwachung der angemessenen Ausgestaltung der Vergütungssysteme unterstützt, vgl. näher Christoffer, BKR 2015, 14 ff.

<sup>1497</sup> Vgl. Rz. 55 AIFM-VL.

<sup>1498</sup> Nach Maßgabe der AIFM-Leitlinien soll die Einrichtung eines Vergütungsausschusses „beispielsweise“ nicht erforderlich sein, wenn der Wert der durch den AIFM verwalteten AIF unter 1,25 Mrd. EUR liegt und der AIFM weniger als 50 Mitarbeiter hat (einschließlich solcher, die für die Verwaltung von OGAW und die Erbringung von Nebendienstleistungen verantwortlich sind), Rz. 55 AIFM-VL.

wendungsbereich der Anforderung bis zum Erlass der konkretisierenden Verordnung in diesem Sinne teleologisch einschränkend auszulegen ist.

Nach Maßgabe der Bestimmungen der AIFM-RL müssen sich sowohl der Vorsitzende als auch ordentliche Mitglieder des Vergütungsausschusses aus Mitgliedern des Leitungsorgans zusammensetzen, die in dem betreffenden AIFM keine Führungsaufgaben wahrnehmen.<sup>1499</sup> Entscheidend ist dabei auf die Unabhängigkeit der Mehrheit der Mitglieder des Vergütungsausschusses abzustellen,<sup>1500</sup> sodass die Wahrnehmung operativ geschäftsführender Tätigkeiten jedenfalls als unvereinbar für den Ausschussvorsitz zu bewerten ist.<sup>1501</sup> Dem Vergütungsausschuss obliegen Unterstützungs- und Beratungsfunktionen, zu deren Wahrnehmung er über umfangreiche Kontroll- und Einsichtnahme-rechte verfügen muss.<sup>1502</sup> Er unterstützt das Aufsichtsorgan des AIFM bei der angemessenen Ausgestaltung der Vergütungssysteme und deren Überwachung auf ihre Risikoimplikationen.<sup>1503</sup>

Eine fortlaufende formale Vergütungskontrolle findet schließlich sowohl für Publikums- als auch Spezial-AIF durch die AIF-Verwahrstelle<sup>1504</sup> statt. Im Rahmen ihrer Rechtmäßigkeitskontrolle<sup>1505</sup> gem. § 83 KAGB<sup>1506</sup> hat sie neben einer Überprüfung der korrekten Ertragsverwendung durch die AIF-KVG (Abs. 1 Nr. 3)<sup>1507</sup> auch die Zahlungsströme

---

<sup>1499</sup> Anhang II Abs. 3 UAbs. 2 S. 2 und S. 3 AIFM-RL.

<sup>1500</sup> Rz. 58 AIFM-VL.

<sup>1501</sup> Rz. 59 AIFM-VL. Gegen die Zulässigkeit unternehmensexterner Berater spricht der eindeutige Wortlaut der Richtlinienbestimmungen („Mitglied des Leitungsorgans“), so aber bejahend für Wirtschaftsprüfer *Volhard/Kruschke*, DB 2011, 2645, 2649.

<sup>1502</sup> Rz. 64 AIFM-VL.

<sup>1503</sup> Rz. 62 AIFM-VL; *Baur/Tappen-Kirchner/Hesser*, § 37 Rn. 56 ff. Dabei hat er die Vergütung höherer Führungskräfte in Risikomanagement und Compliance gem. Anhang II Abs. 1 lit. f) AIFM-RL unmittelbar zu überprüfen.

<sup>1504</sup> Siehe zur Funktion der Verwahrstelle bereits oben sub I. 2. b) aa).

<sup>1505</sup> Mangels ausdrücklicher Aufgabenzuweisung unterliegen die ökonomischen Parameter einer Anlageentscheidung hingegen keiner Kontrolle durch die Verwahrstelle, d.h. ihre Untersuchungspflicht erstreckt sich nicht im Sinne einer „Wirtschaftlichkeitskontrolle“ auf die „Zweckmäßigkeit des Handelns“ der AIF-KVG; so bereits zum Pflichtenkreis der Depotbank BGH, Urt. v. 18.09.2001 – XI ZR 337/00, BGHZ 149, 33; *Weitnauer/Boxberger/Anders-Klusak* § 76 Rn. 14; *Möllers*, in: *ders./Kloyer* (Hrsg.), *Kapitalanlagegesetzbuch*, S. 258; *Patz*, BKR 2015, 193, 196 f.; a.A. hingegen *Berger/Steck/Lübbehüsen-Köndgen*, § 22 InvG Rn. 5.

<sup>1506</sup> Vgl. für OGAW-Verwahrstellen § 76 KAGB.

<sup>1507</sup> Dies konkretisiert Art. 97 Abs. 1 AIFM-DV dahingehend, dass die AIF-Verwahrstelle die vertrags- und gesetzeskonforme Berechnung des mitgeteilten Nettoertrags sicherstellt (lit. a)), bei Vorbehalten der Abschlussprüfer geeignete Maßnahmen veranlasst (lit. b)) und nach Erklärung durch den AIFM die korrekte Auszahlung von Dividenden und Carried Interest überprüft (lit. c)); vgl. *Baur/Tappen-Herring*, § 83 Rn. 16.

des AIF und – im Sinne einer Durchschau – seiner Mehrheitsbeteiligungen zu überwachen (Abs. 6)<sup>1508</sup>. Sofern die Konten eines AIF bei der Verwahrstelle geführt werden, darf sie der AIF-KVG gem. § 89a Abs. 1 S. 1 KAGB nur die „für die Verwaltung des inländischen AIF zustehende Vergütung und den ihr zustehenden Ersatz von Aufwendungen auszahlen“; im Fall einer anderen kontoführenden Stelle bedürfen die Zahlungen der Zustimmung der Verwahrstelle (§ 89a Abs. 1 S. 2 KAGB).<sup>1509</sup> Diese ist demnach verpflichtet, die korrekte Berechnung sämtlicher nach Maßgabe der konstituierenden Dokumente des Fonds vereinbarten Vergütungsansprüche der AIF-KVG zu überprüfen und darauf beruhende Zahlungen nur im Falle vollständiger Vertragskonformität freizugeben.<sup>1510</sup> Auch vor dem Hintergrund der kautelarisch nicht beschränkbar Haftungspflichtung gem. § 88 Abs. 2 KAGB für „sonstige Verluste“, die Anleger durch eine auch nur fahrlässige Verletzung von Verwahrstellenpflichten erleiden,<sup>1511</sup> erscheint daher eine umfassende und dezidierte Vergütungsdokumentation für die pflichtgemäße Ausübung der Vergütungskontrolle durch die Verwahrstelle unabdingbar.

### c) Periodische Vergütungspublizität und externe Vergütungskontrolle

Über die kautelarischen Vergütungsangaben der Fondsdokumentation hinaus<sup>1512</sup> sind AIF-KVGen zur periodischen<sup>1513</sup> Offenlegung von Vergütungsinformationen verpflichtet. Systematisch sind die Vorgaben für die Vergütungspublizität<sup>1514</sup> nach nationalem

---

<sup>1508</sup> Detaillierte Vorgaben für dieses sog. Cash(flow)-Monitoring enthalten die Artt. 85, 86 AIFM-DV, vgl. Baur/Tappen-Herring, § 83 Rn. 26 ff.; Weitnauer/Boxberger/Anders-Boxberger, § 83 Rn. 8; Patz, BKR 2015, 193, 196 f. Eine Erstreckung dieser Prüfung auf Objektgesellschaften forderte die BaFin, Seminar zum KAGB v. 06.10.2014, Vortrag 2: Verwahrstellen, o. Gz., S. 10. Nach zutreffender Auffassung der ESMA ist dies nach den einschlägigen Vorschriften auch in Ansehung des Erwgr. 102 AIFM-DV jedoch nicht erforderlich, vgl. ESMA, AIFMD Q&A 2017, S. 30 (Question 1).

<sup>1509</sup> Vgl. für OGAW-Verwahrstellen § 79 KAGB und die korrespondierende Prüfpflicht gem. § 59 S. 5 PrüfbV.

<sup>1510</sup> Nach derzeitiger Verwaltungsauffassung soll dies auch die Pflicht umfassen, „Transaktionsvergütungen und andere Aufwendungen zu plausibilisieren und auf rechnerische Richtigkeit zu prüfen“ und im Rahmen der allgemeinen Rechtmäßigkeitskontrolle eine „Marktgerechtigkeitskontrolle“ der Geschäfte über Vermögensgegenstände durchzuführen, BaFin, Seminar zum KAGB v. 06.10.2014, Vortrag 2: Verwahrstellen, o. Gz., S. 19.

<sup>1511</sup> Vgl. allgemein Baur/Tappen-Moericke, § 88 Rn. 31 f.; Möllers, in: ders./Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, S. 257 ff.

<sup>1512</sup> Vgl. Rz. 164 AIFM-VL.

<sup>1513</sup> Gemäß Rz. 163 AIFM-VL mindestens jährlich.

<sup>1514</sup> Vgl. eingehend Merkt, Unternehmenspublizität, S. 6 ff., demzufolge der vieldeutige Begriff der Publizität stets die Informationsübermittlung an einen unbestimmten, offenen Adressatenkreis erfasse.

Recht mit den kapitalanlagerechtlichen Rechnungslegungsvorschriften<sup>1515</sup> verknüpft. So muss bereits der Jahresabschluss einer AIF-KVG vergütungsbezogene Angaben enthalten.<sup>1516</sup> Darüber hinaus muss der Jahresbericht eines AIF-Sondervermögens gem. § 101 KAGB neben einer Vermögensaufstellung (Abs. 1 S. 3) und einem Tätigkeitsbericht (Abs. 1 S. 2) auch Angaben über die Gesamtsumme gezahlter Vergütungen einschließlich Carried Interest<sup>1517</sup> enthalten (Abs. 3 S. 1)<sup>1518</sup>, die in Publikumssondervermögen<sup>1519</sup> um besondere Kostenangaben zu ergänzen sind (Abs. 2)<sup>1520</sup>.

Diese Publizitätsvorschriften gelten entsprechend für Investmentgesellschaften, sodass die geschlossene InvKG gem. § 158 S. 1 i.V.m. § 135 KAGB<sup>1521</sup> sechs Monate nach Ende des Geschäftsjahres unabhängig von handelsrechtlichen Vorgaben<sup>1522</sup> zur Erstellung eines Jahresberichts verpflichtet ist. Dieser gem. § 136 KAGB prüfungspflichtige<sup>1523</sup> Jahresbericht besteht gem. § 135 Abs. 1 S. 2 KAGB unter anderem aus einem Jahresabschluss (Nr. 1) und einem Lagebericht (Nr. 2), der gem. § 135 Abs. 7 KAGB die vergütungsbezogenen Angaben nach § 101 Abs. 3 KAGB enthalten muss. Entspre-

---

<sup>1515</sup> Siehe dazu schon oben sub I. 2. b) bb).

<sup>1516</sup> Vgl. § 38 KAGB i.V.m. §§ 5 ff. KAPrübV; siehe insbesondere die weiteren vergütungsbezogenen Angaben des dem Prüfungsbericht beizufügenden Formblatts gem. § 20 i.V.m. Anlage 1 Abs. 3 KAPrübV.

<sup>1517</sup> Art. 107 Abs. 2 AIFM-DV.

<sup>1518</sup> Vgl. § 7 Nr. 9 lit. c) aa) KARBV; Art. 22 Abs. 2 lit. e) und f) AIFM-RL.

<sup>1519</sup> Rechnungslegungsvorschriften bestehen gem. §§ 45 ff. KAGB auch für Publikums-AIF, die von einer registrierten AIF-KVG i.S.d. § 2 Abs. 5 KAGB verwaltet werden.

<sup>1520</sup> Ergänzend sind im Jahresbericht eines Publikumssondervermögens gem. § 101 Abs. 2 KAGB als Prozentsatz eine Gesamtkostenquote (Nr. 1), die an die KVG, Verwahrstelle oder Dritte geleisteten Vergütungen (Nr. 2), Angaben zu Rückvergütungen (Nr. 3) und zu Ausgabeaufschlägen und Rücknahmeaufschlägen (Nr. 4) zu nennen; vgl. Baur/Tappen-Kimpel/Noltenius, § 101 Rn. 34 ff. Siehe bereits die Vorgaben gem. § 41 InvG, von denen Spezialfonds jedoch gem. § 95 Abs. 9 InvG ausgenommen waren; vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Rozok, § 41 Rn. 8 ff. Die nach dem Wortlaut nicht allein auf Publikumsinvestmentvermögen beschränkten besonderen Kostenangaben gem. § 16 Abs. 1 Nr. 3 KARBV sind in Ermangelung unionsrechtlicher Grundlagen aufgrund des vollharmonisierenden Rechtscharakters der AIFM-Regulierung teleologisch auf diese zu beschränken.

<sup>1521</sup> Vgl. zudem § 120 Abs. 6 S. 1 KAGB für die InvAG mit veränderlichem Kapital und § 148 Abs. 1 KAGB für die InvAG mit fixem Kapital.

<sup>1522</sup> Dies gilt gem. § 135 Abs. 1 S. 1 KAGB auch soweit § 264a HGB nicht anzuwenden ist; unerheblich sind demnach auch die Schwellenwerte gem. § 1 Abs. 1 PublG.

<sup>1523</sup> So ist insbesondere gem. § 136 Abs. 2 KAGB die Zuweisung von Gewinnen, Verlusten, Einnahmen, Ausgaben, Einlagen und Entnahmen zu den einzelnen Kapitalkonten vom Abschlussprüfer zu prüfen und deren Ordnungsgemäßheit zu bestätigen. Darüber hinaus ist vom Abschlussprüfer gem. § 136 Abs. 3 KAGB festzustellen, ob die InvKG die Bestimmungen des KAGB – insbesondere in Bezug auf Auslagerungs- und Vergütungsstrukturen gem. §§ 36 und 37 KAGB (S. 2) – eingehalten hat (S. 1), und das Ergebnis dieser Prüfung im Prüfungsbericht gesondert wiederzugeben (S. 3). Eine entsprechende Hervorhebung einer Prüfung der Vergütungssysteme enthalten ferner die Vorgaben für die Prüfung des Jahresabschlusses der AIF-KVG gem. § 38 Abs. 3 S. 2 KAGB.

chende Publizitätsvorgaben gelten zudem gem. § 67 KAGB für AIF-KVGen, die EU-AIF oder ausländische AIF verwalten.<sup>1524</sup> Als Bestandteil des Jahresabschlusses sind im Rahmen des Anhangs zudem die allgemeinen Publizitätsvorschriften für Organvergütungen gem. § 285 Nr. 9 HGB zu beachten<sup>1525</sup>, die anders als die kapitalanlagerechtlichen Vorgaben nicht nur auf den AIF, sondern auch auf die AIF-KVG<sup>1526</sup> Anwendung finden können (vgl. § 37 Abs. 3 S. 3 KAGB).

Nach § 101 Abs. 3 KAGB muss der Jahresbericht eines AIF sowohl die Gesamtsumme der im abgelaufenen Geschäftsjahr von der KVG an sämtliche Mitarbeiter gezahlten Vergütungen einschließlich Carried Interest<sup>1527</sup>, gegliedert in feste und variable Bestandteile und unter Nennung der Zahl der Begünstigten (Nr. 1) sowie die Gesamtsumme aller an identifizierte Mitarbeiter gezahlten Vergütungen, aufgeteilt nach Führungskräften und Risikoträgern der KVG, (Nr. 2) enthalten. Dabei ist gem. Art. 107 Abs. 1 AIFM-DV jeweils unter Angabe der Zahl der Begünstigten anzugeben, ob sich die genannte Gesamtvergütung auf alle Mitarbeiter eines AIFM (lit. a)), die voll oder teilweise an den Tätigkeiten des AIF beteiligten Mitarbeiter des AIFM (lit. b)) und den auf den AIF entfallenden Anteil (lit. c)) bezieht. Anders als das nationale Recht legt das Unionsrecht dabei eine aggregierte Vergütungspublizität auf Ebene des AIFM nahe, indem etwa Art. 107 Abs. 3 AIFM-DV für diesen Fall eine Aufschlüsselung für jeden AIF fordert.

---

<sup>1524</sup> Gemäß § 67 Abs. 4 KAGB werden die Zahlenangaben des Jahresberichts zwar gemäß den Rechnungslegungsstandards des Herkunftsmitgliedstaats bzw. Drittstaats erstellt, indes gelten vergleichbare Vergütungspublizitätspflichten gem. § 67 Abs. 3 Nr. 5 und Nr. 6 KAGB.

<sup>1525</sup> Auf den Jahresabschluss sind gem. § 135 Abs. 2 S. 1 KAGB grundsätzlich die §§ 264–289a HGB anzuwenden. Gemäß § 285 Nr. 9 HGB sind die Organbezüge verschiedener Gruppen (Geschäftsführung, Aufsichtsrat, Beirat oder ähnliche Einrichtung) anzugeben und zu erläutern (vgl. § 314 Abs. 1 Nr. 6 HGB für den Konzernanhang); zum Umfang der Pflicht näher MünchKommHGB-Poelzig, § 285 Rn. 139 ff.

<sup>1526</sup> Nach § 38 Abs. 1 S. 1 KAGB sind für den Jahresabschluss, den Lagebericht und den Prüfungsbericht einer externen KVG die besonderen Rechnungslegungsvorschriften für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute gem. §§ 340a–340o HGB entsprechend anzuwenden, sodass die externe KVG gem. § 340a Abs. 1 HGB grundsätzlich als große Kapitalgesellschaft i.S.d. §§ 264–289a HGB einzuordnen ist und stets zur Offenlegung ihres Jahresabschlusses gem. § 340l Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 325 Abs. 2–5 HGB, §§ 328, 329 Abs. 1–4 HGB verpflichtet ist. Im Rahmen des Anhangs des Jahresabschlusses ist die KVG dabei gem. § 285 Nr. 9 HGB grundsätzlich zur Angabe der Organbezüge verpflichtet (gem. § 288 Abs. 1 HGB sind allein kleine Kapitalgesellschaften hiervon ausgenommen). Eine Ausnahme von dieser Pflicht eröffnet allein § 286 Abs. 4 HGB, der neben einer fehlenden Börsennotierung voraussetzt, dass „sich anhand dieser Angaben die Bezüge eines Mitglieds dieser Organe feststellen lassen“. Diese Voraussetzung könnte in einer AIF-KVG, die notwendig über mindestens zwei Geschäftsleiter verfügen muss (vgl. § 23 Nr. 2 und Nr. 3 KAGB) oftmals bereits nicht erfüllt sein, wenngleich die Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen sind; vgl. MünchKommHGB-Poelzig, § 286 Rn. 62 ff.

<sup>1527</sup> Vgl. Art. 107 Abs. 2 AIFM-DV.

Ferner muss der AIFM gem. Art. 107 Abs. 4 S. 1 AIFM-DV allgemeine Informationen zu den finanziellen und nichtfinanziellen Kriterien der Vergütungssysteme für „maßgebliche Mitarbeiterkategorien“ offenlegen.<sup>1528</sup> Darüber hinaus können die zusätzlichen Offenlegungsvorgaben der Empfehlung der Kommission zur Vergütungspolitik im Finanzsektor Anwendung finden.<sup>1529</sup>

Die Bekanntgabe der erforderlichen Informationen in einem sog. Vergütungsbericht<sup>1530</sup> kann demnach entweder für jeden AIF isoliert (Einzelveröffentlichung) oder auf Ebene der AIF-KVG unter Aufschlüsselung der einzelnen AIF (Gruppenveröffentlichung) erfolgen.<sup>1531</sup> Den Umfang der erforderlichen qualitativen und quantitativen Angaben bestimmen im Rahmen von Verhältnismäßigkeitserwägungen insbesondere Persönlichkeitsrechte der betroffenen Mitarbeiter.<sup>1532</sup> Der Detaillierungsgrad sowohl der qualitativen Angaben zur Vergütungsgovernance und Vergütungsinstrumenten als auch der quantitative Angaben zur Höhe der gezahlten Vergütungen und der Zahl der begünstigten Mitarbeiter ist daher in Abhängigkeit von Größe, Komplexität und Risikoprofil des betreffenden AIF zu bestimmen.<sup>1533</sup> Im Kontext hierzu sind neben der Vergütungspublizität für die Organe börsennotierter Aktiengesellschaften<sup>1534</sup> insbesondere die detaillierten Offenlegungsanforderungen für CRR-Institute zu betrachten, die gem. § 16 Abs. 1 InstitutsVergV n.F. (a.F.) i.V.m. Art. 450 Abs. 1 CRR auch Angaben zu sog.

---

<sup>1528</sup> Vgl. näher Rz. 165 ff. AIFM-VL.

<sup>1529</sup> Dies gilt gem. Rz. 160 S. 1 und Rz. 162 AIFM-VL vorbehaltlich Verhältnismäßigkeitserwägungen. Nach Ziff. 8 KOM Vergütungsempfehlung sind von „Finanzinstituten“ („*financial undertakings*“) Informationen über den Beschlussfassungsprozess, auf den sich die Vergütungspolitik stützt (lit. a)), über die Verbindung zwischen Vergütung und Leistung (lit. b)) sowie Kriterien und Parameter variabler Vergütungskomponenten (lit. c)–e)) bekannt zu geben.

<sup>1530</sup> Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Boxberger, Art. 13 Rn. 63; vgl. Rz. 160 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1531</sup> Vgl. Erwgr. 127 AIFM-DV.

<sup>1532</sup> Vgl. auch Erwgr. 28 AIFM-RL und Rz. 161 AIFM-VL („Unbeschadet der Vertraulichkeits- und Datenschutzbestimmungen“); zur Vereinbarkeit von Vergütungspublizitätspflichten in der börsennotierten Aktiengesellschaft mit Unionsgrundrechten Hesse, Veröffentlichungspflicht, S. 480 ff.

<sup>1533</sup> Vgl. § 37 Abs. 3 S. 2 KAGB; Rz. 162 AIFM-VL in Bezug auf die Anforderungen gem. Ziff. 8 KOM Vergütungsempfehlung; zum Detaillierungsgrad der Offenlegungspflicht für CRR-Institute siehe Art. 450 Abs. 2 UAbs. 2 CRR; für Nicht-CRR-Institute siehe § 16 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 S. 2 InstitutsVergV; Baur/Tappen-Kirchner/Hesser, § 37 Rn. 59 f.; Boxberger/Klebeck, BKR 2013, 441, 450.

<sup>1534</sup> Neben den Angaben gem. § 285 Nr. 9 lit. a) S. 1–4 müssen börsennotierte Aktiengesellschaften seit dem VorstOG gem. § 285 Nr. 9 lit. a) S. 5–8 HGB (vgl. § 289 Abs. 2 Nr. 5 HGB) die individuellen Vorstandsbezüge unter Namensnennung aufgeteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten angeben, soweit kein befreiender Hauptversammlungsbeschluss gem. § 286 Abs. 5 HGB vorliegt; vgl. MünchKommHGB-Poelzig, § 285 Rn. 175 ff.; kritisch MünchKommAktG-Spindler, § 87 Rn. 228 ff.

Hochverdienern (*high earners*) fordern.<sup>1535</sup>

Darüber hinaus gilt zu klären, gegenüber welchem Adressatenkreis vergütungsbezogene Informationen offenzulegen sind. Zunächst soll die Vergütungspolitik eines AIFM intern gegenüber allen Mitarbeitern offengelegt werden.<sup>1536</sup> Im externen Verhältnis besteht eine Pflicht zur Einreichung des Jahresberichts bei der Aufsicht<sup>1537</sup> ebenso wie für eine Vorlage gegenüber Anlegern<sup>1538</sup> nur auf Anforderung. Eine darüber hinausgehende rechnungslegungsrechtliche Vergütungspublizität für inländische Spezial-AIF ist indes weder kapitalanlage- noch handelsrechtlichen Bestimmungen zu entnehmen.<sup>1539</sup>

Eine ausdrückliche Pflicht zur Offenlegung des Jahresberichts durch Bekanntmachung im Bundesanzeiger besteht nach Maßgabe nationaler kapitalanlagerechtlicher Vorgaben allein für Publikumsinvestmentvermögen<sup>1540</sup> sowie EU-AIF und ausländische AIF<sup>1541</sup>, für inländische Spezial-AIF unabhängig von ihrer produktrechtlichen Ausformung hingegen nicht. Für Spezial-AIF in der Rechtsform der geschlossenen InvKG ergibt sich eine Veröffentlichungspflicht auch nicht aus allgemeinen handelsrechtlichen Vorschriften.<sup>1542</sup> Auch nach Maßgabe der ESMA-Leitlinien genügt eine „Offenlegung im Jah-

---

<sup>1535</sup> So sind gem. Art. 450 Abs. 1 lit. i) CRR die Anzahl sog. Hochverdiener (*high earners*), deren Vergütung sich im Geschäftsjahr auf 1 Mio. EUR oder mehr beläuft, aufgeschlüsselt nach Einkommensstufen zu benennen. Vgl. EBA, Guidelines on the remuneration benchmarking exercise v. 16.07.2014, EBA/GL/2014/08; EBA, Guidelines on the data collection exercise regarding high earners v. 16.07.2014, EBA/GL/2014/07. Nach Berechnungen der EBA waren im Jahr 2014 in der EU insgesamt 4.105 Individuen als sog. *high earner* mit Jahresbruttobezügen von über 1 Mio. EUR einzustufen, von denen im Vereinigten Königreich 2.926 (davon 2.075 im Investmentbanking), in Deutschland hingegen nur 242 (davon 82 im Investmentbanking) beschäftigt waren, vgl. EBA, Report Benchmarking of Remuneration Practices at the European Union Level and Data on High Earners v. 30.03.2016, EBA/OP/2016/05, S. 34 und S. 66 ff.

<sup>1536</sup> Rz. 170 AIFM-VL.

<sup>1537</sup> Vgl. § 107 Abs. 3 S. 1 KAGB; § 4 Abs. 1 S. 1 i.V.m. Abs. 4 KARBV.

<sup>1538</sup> Vgl. § 107 Abs. 5, § 123 Abs. 4, § 137, § 148 Abs. 1 bzw. § 160 Abs. 3 KAGB. Zudem ist der Jahresbericht eines Publikumsinvestmentvermögens gem. § 107 Abs. 4, § 123 Abs. 3, § 148 Abs. 1 bzw. § 160 Abs. 2 KAGB an den Stellen zugänglich zu machen, die im Verkaufsprospekt und in den wesentlichen Anlegerinformationen angegeben sind, d.h. i.d.R. online verfügbar zu stellen.

<sup>1539</sup> So auch IDW, Eingabe zum Finanzmarktanpassungsgesetz v. 11.03.2014, S. 3.

<sup>1540</sup> Vgl. für Publikumsinvestmentvermögen § 107 Abs. 1 S. 1 KAGB sowie §§ 123 Abs. 1 bzw. 148 KAGB für Investmentaktiengesellschaften mit variablem bzw. fixem Kapital. Besondere Offenlegungsvorschriften bestehen allein für die geschlossene Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft gem. § 160 KAGB, da es sich bei der offenen InvKG notwendig um einen Spezial-AIF handelt (vgl. § 127 Abs. 1 S. 1 KAGB).

<sup>1541</sup> Gemäß § 299 Abs. 1 Nr. 3 lit. f) und g) KAGB; dazu *Boxberger/Klebeck*, BKR 2013, 441, 449 („ein Novum in der [...] auf Diskretion bedachten Branche“).

<sup>1542</sup> Ausweislich § 135 Abs. 2 KAGB finden „auf den Jahresabschluss“ der offenen InvKG (vgl. § 158 S. 1 KAGB für die geschlossene InvKG) allein die Bestimmungen des Ersten Unterabschnitts des

resabschluss<sup>1543</sup>, sodass dieser nicht zwingend selbst zu veröffentlichen ist. Anders als für Institute<sup>1544</sup> sind somit Vergütungsinformationen *de lege lata* für inländische Spezial-AIF, die durch eine zugelassene AIF-KVG<sup>1545</sup> verwaltet werden, nicht öffentlich bekanntzumachen.

Für eine Beibehaltung dieser Regelung im Rahmen einer Vergütungsverordnung gem. § 37 Abs. 3 KAGB streiten aber auch *de lege ferenda* die besseren Gründe. Anders als aktien- und bankrechtliche Vorgaben verfolgt die kapitalanlagerechtliche Vergütungstransparenz nicht die Sicherstellung der Angemessenheit eines Entlohnungsniveaus, das aus der Perspektive der Anteilseigner Dritte bestimmen.<sup>1546</sup> Ein dergestalt doppelstufiger Agenturkonflikt wie er in der Delegationskette zwischen Aktionär, Aufsichtsrat und Vorstand zu Tage tritt besteht in Kapitalanlagestrukturen unter Beteiligung professioneller Anleger nicht. Vielmehr nehmen diese auf die Vergütungsstruktur und -höhe im Rahmen des Fondsbeitritts unmittelbar selbst Einfluss.<sup>1547</sup> Den von den Richtlinienvorgaben verfolgten Zielen des Anleger- und Systemschutzes vor vergütungsinduzierten Risiken wird durch eine Offenlegung von Vergütungsinformationen gegenüber den Anlegern und der Aufsicht hinreichend Rechnung getragen.<sup>1548</sup> Für darüber hinausgehende Veröffentlichungspflichten besteht aus ökonomischen Erwägungen kein Raum. Dies gilt zumal angesichts grundsätzlicher Zweifel an der Effektivität von Publizitätspflichten als

---

Zweiten Abschnitts des Dritten Buches des HGB Anwendung (§§ 264–289a HGB), sodass die Offenlegungspflichten des Vierten Unterabschnitts (§§ 325–329 HGB) nicht umfasst sind, so auch Baur/Tappen-Jessen, § 135 Rn. 6. Der ausdrückliche kapitalanlagerechtliche Verweis sperrt damit in Zusammenschau mit einem Umkehrschluss aus den explizit geregelten Veröffentlichungspflichten für Publikumsinvestmentvermögen auch die handelsrechtliche Verweisnorm gem. § 264a Abs. 1 HGB für die GmbH & Co. KG; a.A. hingegen Zetzsche, AG 2013, 613, 627, der auf die fehlende ausdrückliche Abbedingung des § 264a HGB verweist.

<sup>1543</sup> Rz. 160 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1544</sup> Vgl. zur Veröffentlichungspflicht für CRR-Institute Art. 450 Abs. 2 UAbs. 1 CRR (nur Institute, die von erheblicher Bedeutung sind und nur quantitative Angaben für die Ebene der Mitglieder des Leitungsorgans); für Nicht-CRR-Institute § 16 Abs. 2 i.V.m. Abs. 3 S. 2 InstitutsVergV.

<sup>1545</sup> Mangels ausdrücklichen Verweises gem. § 44 KAGB gilt dieses Privileg nicht für Spezial-AIF, die von einer registrierten AIF-KVG gem. § 2 Abs. 4 KAGB verwaltet werden, sodass die allgemeinen handelsrechtlichen Publizitätspflichten zur Anwendung kommen.

<sup>1546</sup> Vgl. Baums, ZHR 169 (2005), 299 ff. zur Offenlegung in der börsennotierten Aktiengesellschaft.

<sup>1547</sup> Siehe zu Agenturkonflikten in alternativen Investmentfonds Kapitel 2 sub I. 2. a).

<sup>1548</sup> Ausweislich Art. 107 Abs. 4 S. 2 AIFM-DV i.V.m. Anhang II AIFM-RL sollen die vergütungsbezogenen Offenlegungspflichten dem Anleger erlauben, das Risikoprofil des AIF und die vom AIFM getroffenen Maßnahmen gegen Interessenkonflikte zu beurteilen.

regulatorisches Korrektiv privatautonomer Vergütungsvereinbarungen.<sup>1549</sup>

#### 4. Besondere Anforderungen an variable Vergütungen

Das Kernelement der unionsrechtlichen Vergütungsregulierungsregime stellen schließlich besondere Anforderungen an eine risikoorientierte Ausgestaltung variabler Vergütungselemente dar. Sofern ein AIFM nicht nach Maßgabe von Verhältnismäßigkeitserwägungen von der Anwendung der „spezifischen Anforderungen an die Risikoausrichtung“<sup>1550</sup> grundsätzlich absieht, sind diese besonderen Vorgaben für sämtliche an identifizierte Mitarbeiter<sup>1551</sup> gewährte variable Vergütung zu beachten.<sup>1552</sup> Die Anforderungen lassen sich in ein risikoorientiertes Ergebnisbemessungsverfahren (a)) und ein daran anknüpfendes Auszahlungs- und Zurückbehaltungsverfahren (b)) unterscheiden. In diesen Rahmen sind Vergütungsvereinbarungen in Private Equity-Fonds einzuordnen (c)).

##### a) Ergebnis- und Risikobemessungsverfahren

##### aa) Grundlagen der Ergebnisbemessung

Einbezogen in das Ergebnisbemessungsverfahren sind sämtliche aufsichtsrechtlich erfasste variable Vergütungen. Im Sinne eines Umkehrschlusses ist eine Vergütung variabel, wenn sie nicht als Festvergütung einzuordnen ist.<sup>1553</sup> Unstreitig erfasst sind hiervon Vergütungszusagen, die an das Erreichen konkret definierter Bedingungen geknüpft sind (z.B. Boni, Tantiemen), während eine in ihrer Höhe unbedingte, für einen mehrjährigen Zeitraum konstante und monatlich fällige Grundvergütung (z.B. Fixbezüge) ebenso unstreitig nicht erfasst ist. Zuordnungs- und Abgrenzungsschwierigkeiten werfen im Rahmen dieses Dualismus hingegen hybride Vergütungsformen auf, die zwar in ihrer Höhe bestimmt, aber nicht dauerhaft gewährt werden (z.B. projektbezogene Beratungsgebühren oder Abfindungen<sup>1554</sup>) oder aber unter tätigkeitsbezogenen Vorbehalten stehen (z.B.

---

<sup>1549</sup> Vgl. etwa *Thüsing*, ZGR 2003, 457, 496 ff.

<sup>1550</sup> Vgl. Rz. 93 ff. AIFM-VL.

<sup>1551</sup> Dem AIFM bleibt es unbenommen, die Vorgaben auch auf andere als identifizierte Mitarbeiter anzuwenden, Rz. 93 S. 1 AIFM-VL.

<sup>1552</sup> Die betreffenden Richtlinienanforderungen werden von der ESMA als spezifische Anforderungen an die Risikoausrichtung (*specific requirements on risk alignment*) bezeichnet, Rz. 93 ff. AIFM-VL.

<sup>1553</sup> Siehe zur Einordnung variabler Vergütungen bereits oben sub 2. c) und 3. a) aa).

<sup>1554</sup> Beziehen sich Abfindungsleistungen nach dem Ausscheiden eines Mitarbeiters auf die Abgeltung vertraglich geschuldeter Festvergütungen, sind sie als deren Fortschreibung ungeachtet ihrer fehlenden Dauerhaftigkeit materiell nicht als variable Vergütungen einzuordnen.

sog. funktionsspezifische Zulagen<sup>1555</sup>). In Ansehung des Normzwecks ließe sich zwar erwägen, zur Abgrenzung auf eine risikoinduzierende Anreizwirkung einer Vergütung abzustellen. Aufgrund der Modellierungsprobleme in der Darstellung objektiv risikoinduzierender Wirkungszusammenhänge sowie aufgrund von Nachweisschwierigkeiten bei Anknüpfung an subjektive Anreizzwecksetzungen erscheint aber die praktische Tragfähigkeit des Kriteriums begrenzt. Eine rechtssichere Abgrenzung bieten vielmehr die Kriterien der Bedingtheit und Dauer einer Vergütung, in deren Rahmen eine materielle Betrachtung geboten ist.

Das Ergebnisbemessungsverfahren für variable Vergütungen beinhaltet Vorgaben, die sich auf das Verhältnis variabler zu festen Vergütungen, den Zeitraum und die Kriterien der Erfolgsmessung beziehen. Zunächst müssen bei der Gesamtvergütung „feste und variable Bestandteile in einem angemessenen Verhältnis“ stehen und der Anteil der Fixkomponente ausreichend hoch sein, dass auf die Zahlung der variablen Komponente auch ganz verzichtet werden kann.<sup>1556</sup> Vor dem Hintergrund der fehlenden ökonomischen Legitimation einer materiellen regulatorischen Angemessenheitsprüfung von Vergütungen in AIF ist das Tatbestandsmerkmal des „angemessenen“ Verhältnisses im Einklang mit der risikobezogenen Schutzrichtung der Normen formal auszulegen.<sup>1557</sup> Es ist dahingehend zu verstehen, dass eine Beeinträchtigung der vertragsmäßig geschuldeten Erbringung der Verwaltungstätigkeit durch einen Fortfall der variablen Vergütung nicht zu besorgen sein darf. Dies gilt sowohl für Individualbezüge (z.B. Mitarbeiter, Geschäftsführer)<sup>1558</sup> als auch für Vergütungen im Verhältnis zwischen AIF und AIFM (z.B.

---

<sup>1555</sup> Vgl. kritisch zu der im Bankensektor in Reaktion auf die Bonusbegrenzung entwickelten Vergütungspraxis „funktionsspezifischer Zulagen“ („*role-based allowances*“), die von Banken als Fixvergütung eingestuft wurden, EBA, Opinion of the European Banking Authority on the application of Directive 2013/36/EU (Capital Requirements Directive) regarding the principles on remuneration policies of credit institutions and investment firms and the use of allowances v. 15.10.2014, EBA/Op/2014/10, Rz. 11 ff.; siehe auch *Löw/Glück*, NZA 2015, 137, 139 f.

<sup>1556</sup> Anhang II Abs. 1 lit. j) AIFM-RL; vgl. § 6 InstitutsVergV; FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017, S. 36 f.

<sup>1557</sup> Eine formale Angemessenheitsregelung enthält auch § 6 Abs. 1 S. 2 InstitutsVergV, demzufolge das Verhältnis zwischen variabler und fixer Vergütung angemessen ist, wenn die Voraussetzungen gem. § 25a Abs. 5 KWG erfüllt sind und die Vergütung einen wirksamen Verhaltensanreiz setzen kann; vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 6 InstitutsVergV Rn. 1 ff.

<sup>1558</sup> Vgl. Rz. 94 AIFM-VL. Das Verhältnis zwischen festen und variablen Individualbezügen ist etwa dann als unangemessen zu beurteilen, wenn bei völligem Fortfall der variablen Komponente ein freiwilliges Ausscheiden des Mitarbeiters aufgrund eines subjektiv als zu niedrig empfundenen Vergütungsniveaus überwiegend wahrscheinlich ist.

Verwaltungs- und Erfolgsvergütungen)<sup>1559</sup>. Wenig plausibel erschiene jedoch deren Beschränkung auf bedeutende AIFM. Im Rahmen der Umsetzung der Vorgaben im Verordnungswege erscheint es daher mit Verhältnismäßigkeitserwägungen vereinbar, das formal verstandene Angemessenheitskriterium auf alle AIF-KVGen anzuwenden.

#### bb) Umfang und Grenzen risikoadjustierter Ergebnisbemessung

Dezierte inhaltliche Anforderungen enthalten die Richtlinienvorgaben in Bezug auf die Risikoausrichtung variabler Vergütungen im Rahmen der Ergebnisbemessung. In den AIFM-Vergütungsleitlinien wird dieser Prozess als Abgrenzungszeitraum (*accrual period*) bezeichnet, innerhalb dessen eine risikoorientierte Leistungsbeurteilung des Mitarbeiterbeitrags und damit eine „Ex-ante-Risikoanpassung“ erfolgt.<sup>1560</sup> An das Ergebnisbemessungsverfahren schließen sich ein Zuerkennungsverfahren (*award process*) und ein Zurückstellungszeitraum (*deferral period*) an, der eine „Ex-post-Risikoanpassung“ verfolgt.<sup>1561</sup>

Für die Ergebnisbemessung einer „erfolgsabhängigen Vergütung“ sind vielfältige Bewertungsparameter zu verwenden. Eine Betrachtung des Richtlinienwortlauts legt dabei nahe, dass innerhalb des Oberbegriffs der „variablen“ Vergütung nicht sämtliche Vergütungen zugleich als „erfolgsabhängig“ („*performance related*“) zu qualifizieren sind.<sup>1562</sup> Vielmehr ist im Einzelfall zu ermitteln, ob eine Erfolgsabhängigkeit eines konkreten Vergütungselements Gegenstand der zugrunde liegenden Vereinbarung ist. Sie liegt insbesondere dann vor, wenn im Rahmen einer Delegationsbeziehung eine Risikoübernahme des Delegatars (Agenten) erfolgt, durch die der Delegant (Prinzipal) das Setzen eines Verhaltensanreizes bezweckt.<sup>1563</sup>

---

<sup>1559</sup> Im Verhältnis zwischen AIF und AIFM wäre eine variable Vergütungskomponente (Erfolgsvergütung, *Carried Interest*, *performance fee*) etwa dann unangemessen, wenn durch ihren Fortfall die vertragsgemäße Erbringung der Verwaltungstätigkeit des AIFM für den AIF beeinträchtigt wäre. Dies wäre insbesondere dann anzunehmen, wenn die Höhe der Festvergütung (Verwaltungsvergütung, *management fee*) nicht genügt, um die Fixkosten des AIFM über die vereinbarte Fondslaufzeit zu decken, d.h. dessen Solvenz durch den Fortfall der variablen Komponente gefährdet wäre.

<sup>1560</sup> Vgl. Rz. 96 f. AIFM-VL.

<sup>1561</sup> Vgl. Rz. 98 AIFM-VL.

<sup>1562</sup> So beziehen sich Anhang II Abs. 1 lit. g) und h) AIFM-RL ausdrücklich auf „erfolgsabhängige“ Vergütungen, wohingegen Anhang II Abs. 1 lit. i)–j) und l)–o) AIFM-RL allgemein „variable“ Vergütungen erfassen.

<sup>1563</sup> Siehe zur agenturtheoretischen Funktion der Verhaltenssteuerung durch Vergütungsanreize bereits Kapitel 2 sub II. 1. Zwar als variable, nicht aber als erfolgsabhängige Vergütung könnten etwa projektbezogene Beratungsgebühren qualifizieren, deren Höhe nicht von einem wirtschaftlichen Erfolg

Nach Maßgabe des Anhang II Abs. 1 lit. g) AIFM-RL muss die Bewertung einer erfolgsabhängigen Vergütung sowohl auf „der Leistung des betreffenden Mitarbeiters und seiner Abteilung bzw. des betreffenden AIF“ als auch auf dem Gesamtergebnis des AIFM beruhen und muss „bei der Bewertung der individuellen Leistung“ finanzielle und nicht finanzielle Kriterien berücksichtigen.<sup>1564</sup> Diese Leistungsbeurteilung „sollte“ zudem nach Anhang II Abs. 1 lit. h) AIFM-RL in einem dem Lebenszyklus des verwalteten AIF entsprechenden mehrjährigen Rahmen erfolgen. Dieses Erfordernis einer mehrjährigen Leistungsbeurteilung, die in Übereinstimmung mit dem Lebenszyklus des AIF auch dessen Rücknahmepolitik<sup>1565</sup> Rechnung trägt, ist in Zusammenhang mit den nachfolgend beschriebenen Auszahlungs- und Zurückbehaltungszeiträumen zu betrachten, sodass für die Ergebnisbemessung je nach Strategie des AIF und Tätigkeit des Mitarbeiters nicht zwingend ein mehrjähriger Abgrenzungszeitraum anzusetzen ist.<sup>1566</sup>

Die Verlautbarungen zu qualitativen Indikatoren bleiben – abgesehen von der Vorgabe, dass sie nicht gänzlich in den Hintergrund treten dürfen<sup>1567</sup> – recht vage, so sollen diese etwa strategische Ziele, die Anlegerzufriedenheit, regelkonformes Verhalten sowie auch „Teamarbeit, Kreativität, Motivation“<sup>1568</sup> umfassen. Berücksichtigung können hierbei auch im Vordringen befindliche Nachhaltigkeitsinitiativen wie etwa die Prinzipien für Verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (*UN Principles for Responsible Investment*, UN PRI) finden.<sup>1569</sup>

Praktische Herausforderungen bei der Ausgestaltung eines regulierungskonformen Vergütungssystems halten jedoch die Auswahl und Verwendung quantitativer, finanzieller Leistungskriterien bereit, da bereits eine „Risikoausrichtung während der Leistungsmes-

---

abhängt.

<sup>1564</sup> Vgl. § 19 InstitutsVergV; *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 210 ff.

<sup>1565</sup> Siehe zu Gebühren im Rahmen des Liquiditätsmanagements oben sub 1. d) bb).

<sup>1566</sup> Vgl. Rz. 99 f. AIFM-VL. Entscheidend ist für das Erfordernis einer mehrjährigen Leistungsbeurteilung darauf abzustellen, ob der Abgrenzungs- und der Auszahlungszeitraum insgesamt einen „angemessenen“ Zeitraum umfassen, Rz. 99 S. 4 AIFM-VL. Die Verwendung mehrjähriger Abgrenzungszeiträume sei dabei „umsichtiger“, Rz. 100 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1567</sup> Vgl. Rz. 104 S. 3 AIFM-VL.

<sup>1568</sup> Vgl. Rz. 113 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1569</sup> Nach Maßgabe der UN PRI sind sog. ESG-Faktoren (*Environmental, Social and (Corporate) Governance*) von den Unterzeichnern der Prinzipien als Bestandteil einer Anlageentscheidung und Eigentümerstellung zu berücksichtigen und ESG-bezogene Informationen jährlich offenzulegen, vgl. näher UN PRI, Annual Report 2015, S. 2.

sung“ erfolgen soll, indem entweder „risikogewichtete Leistungskriterien verwendet werden oder im Nachhinein eine Risikogewichtung der Leistungsmessungen durchgeführt wird.“<sup>1570</sup> Eine Leistungsbeurteilung kann dabei durch absolute und relative, interne und externe Leistungsindikatoren erfolgen.<sup>1571</sup> Als zulässige quantitative Leistungsindikatoren werden beispielhaft „die interne Rentabilitätsziffer (IRR)<sup>1572</sup>, der Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)<sup>1573</sup>, der Alphafaktor<sup>1574</sup>, die absolute und relative Rendite, die Sharpe-Ratio<sup>1575</sup> und die aufgebrauchten Vermögenswerte<sup>1576</sup>“ genannt.<sup>1577</sup> Eine innere Systematik ist den genannten Indikatoren nicht zu entnehmen, da sowohl bloße Ertragskennziffern (z.B. IRR, EBITDA) als auch risikogewichtete Performancekennzahlen (z.B. Alphafaktor, Sharpe-Ratio) Erwähnung finden. Eine Leistungsmessung ist demnach auch durch die Verwendung von Ertragskennzahlen zulässig, ohne Risikoparameter in Bezug zu nehmen. Demgegenüber ist eine Ausrichtung variabler Vergütungen an risikoadjustierten Größen im Bankensektor nun zwar aufsichtsrechtlich zwingend erforderlich<sup>1578</sup>, entspricht aber keineswegs der zuvor verbreiteten Marktpraxis<sup>1579</sup> und stellt damit einen der herausforderndsten Aspekte der

---

<sup>1570</sup> Rz. 96 S. 9 AIFM-VL.

<sup>1571</sup> Vgl. näher Rz. 114 ff. AIFM-VL.

<sup>1572</sup> Siehe zu der IRR-Methode und Kritik an selbiger bereits Kapitel 1 sub II. 3. b).

<sup>1573</sup> Das EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) bemisst als Ertragskennzahl der sog. wertorientierten Unternehmensführung den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen sowie auf immaterielle Vermögenswerte, vgl. *Gladen*, Performance Measurement, S. 71 f.; zur eingeschränkten Aussagekraft *Graumann*, Controlling, S. 105 ff.; *Weber/Schäffer*, Controlling, S. 178 f.; kritisch zum EBITDA als Anknüpfungspunkt für variable Vergütungen *Graumann*, a.a.O., S. 612.

<sup>1574</sup> Bei dem Alphafaktor (*alpha ratio*) handelt es sich mutmaßlich um das sog. Jensen-Alpha als Maß individueller Titelselektionsfähigkeiten, siehe dazu bereits oben Kapitel 2 sub I. 1. b) bb).

<sup>1575</sup> Als einfache und verbreitete risikoadjustierte Performancekennzahl wird im Portfoliomanagement die *Sharpe Ratio* (SR) verwandt. Sie gibt den Quotienten aus der Differenz zwischen erwarteter Überrendite ( $r_e$ ) und risikofreiem Zins ( $r_f$ ) sowie der annualisierten Standardabweichung ( $\sigma$ ) an:  $SR = \frac{r_e - r_f}{\sigma}$ . Je höher die *Sharpe Ratio*, desto besser ist das Risk-Return-Verhältnis einer Anlage. Eng verwandt hiermit ist die *Treynor Ratio* (TR), die sich aus dem Quotienten der erwarteten Überrendite ( $r_e$ ) und dem systematischen Risiko ( $\beta$ -Faktor) ergibt:  $TR = \frac{r_e}{\beta}$ . Auch eine höhere *Treynor Ratio* ist mit einer höheren risikoadjustierten Rendite gleichzusetzen. Vgl. *Lhabitant*, Hedge Funds, S. 451 ff.; *Bruns/Meyer-Bullerdiel*, Portfoliomanagement, S. 711 ff.; siehe jedoch *Goetzmann/Ingersoll/Spiegel*, 20 Rev. Fin. Stud. 1503, 1508 ff. (2007) zur Manipulationsanfälligkeit dieser Kennzahlen.

<sup>1576</sup> Als „aufgebrachte Vermögenswerte“ („*assets raised*“) ist das durch Vertriebsmitarbeiter bzw. Vertriebsintermediäre eingeworbene externe Beteiligungskapital zu verstehen.

<sup>1577</sup> Rz. 112 S. 2 AIFM-VL.

<sup>1578</sup> Vgl. *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung, S. 214 f.; *Filbert/Klein/Kramarsch*, ZfgK 2009, 525, 527 ff.

<sup>1579</sup> Vgl. *Filbert/Klein/Kramarsch*, ZfgK 2009, 525, 526 f.

Vergütungsregulierung in Banken<sup>1580</sup> dar. Dem damit gewählten differenzierenden Ansatz ist im Kern zuzustimmen, da er einen grundlegenden Unterschied zwischen Banken- und AIF-Sektor berücksichtigt. Insbesondere in illiquiden alternativen Anlagestrategien ist eine risikobereinigte Leistungsbewertung durch kapitalmarktorientierte Methoden der Risikoquantifizierung gar nicht bzw. nur sehr eingeschränkt möglich.

Weder für das Verhältnis finanzieller zu nicht finanziellen Leistungskriterien noch für das Verhältnis der für die individuelle und kollektive Leistungsbewertung erforderlichen einzelnen Bewertungsparameter zueinander bestehen schließlich quantitative Vorgaben; letztere sollten indes so nah wie möglich auf der Ebene des Mitarbeiters anknüpfen, um eine optimale Verhaltenssteuerung zu erreichen.<sup>1581</sup> Es bestehen daher keine grundsätzlichen Bedenken gegen die Ausgestaltung eines Vergütungssystems, dessen erfolgsbezogene Vergütungskomponenten zu einem weit überwiegenden Teil an finanzielle Leistungsparameter auf der Ebene des von einem individuellen Mitarbeiter bzw. einer bestimmten Abteilung einer AIF-KVG verwalteten Investmentvermögens anknüpfen. Diese müssen zudem nicht einen finanzmathematisch risikobereinigten Ertrag in Bezug nehmen, d.h. erfolgsorientierte Vergütungen müssen nicht zwingend an individuelle Leistungen (Alpha) anknüpfen, sondern können auch auf Zufall (traditionelles bzw. alternatives Beta) im Sinne allgemeiner Marktentwicklungen beruhen.<sup>1582</sup> Erkennbar wird damit gleichwohl, dass die regulatorische Intention einer umfassenden Verknüpfung zwischen Risiken und variablen Vergütungselementen in AIF, die illiquide Anlagestrategien verfolgen, weitgehend leerläuft.

#### b) Auszahlungs- und Zurückbehaltungsverfahren

Die bereits in das Ergebnisbemessungsverfahren einfließenden risiko- und verhaltensbezogenen Leistungsindikatoren werden zur Berücksichtigung nachträglich eintretender Risiken um technisch anspruchsvolle Berichtigungsmechanismen ergänzt. Zentrale

---

<sup>1580</sup> Vgl. EBA, Survey on the implementation of the CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices, Bericht v. 12.04.2012, S. 17 („*the most challenging aspect of a sound remuneration system*“); Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl, Institutsvergütungsverordnung, S. 214; FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017, S. 10 ff; kritisch auch in Bezug auf § 7 InstitutsVergV angesichts der Abstraktheit des Wortlauts („Ertragslage“) Jensen, BB 2014, 2869, 2870.

<sup>1581</sup> Vgl. Rz. 102 AIFM-VL.

<sup>1582</sup> Siehe zu der Unterscheidung im Rahmen der allgemeinen Anforderungen bereits sub 3. a) aa).

Elemente dieser sog. „Ex-post-Risikoanpassung“<sup>1583</sup> sind die obligatorische anteilige Auszahlung variabler Vergütungen in erfolgsbezogenen Instrumenten und die Zurückbehaltung von Barkomponenten und Instrumenten über einen mehrjährigen Zeitraum, innerhalb dessen eine nachträgliche Herabsetzung möglich ist.

#### aa) Vergütung in Instrumenten

Ein erheblicher Anteil der variablen Vergütungskomponente, zumindest aber 50 Prozent, muss gem. Anhang II Abs. 1 lit. m) S. 1 AIFM-RL „aus Anteilen des betreffenden AIF oder gleichwertigen Beteiligungen oder mit Anteilen verknüpften Instrumenten oder gleichwertigen unbaren Instrumenten bestehen“, sofern dies nicht zu Interessenkonflikten führt<sup>1584</sup>. Einer unmittelbaren Beteiligung eines identifizierten Mitarbeiters an dem von ihm verwalteten AIF über die Gewährung von Anteilen (*units or shares*) des AIF stehen jedoch regelmäßig Erwägungen in Bezug auf den Anlegerkreis<sup>1585</sup> und die Fondsstruktur<sup>1586</sup> entgegen.<sup>1587</sup> Die Ausgestaltung gleichwertiger Beteiligungen (*equivalent ownership interests*), mit Anteilen verknüpfter Instrumente (*share-linked instruments*) oder gleichwertiger unbarer Instrumente (*equivalent non-cash instruments*) wird

---

<sup>1583</sup> Vgl. Rz. 98, 125, 131, 144 und 148 ff. AIFM-VL.

<sup>1584</sup> Ausgenommen sind etwa Mitarbeiter, die „nicht direkt am Portfoliomanagement“ beteiligt sind, Rz. 132 AIFM-VL. Im Übrigen sollten identifizierte Mitarbeiter Anteile an sämtlichen von ihnen verwalteten AIF erhalten, es sei denn, es kommt zu einer „exzessiven Konzentration des Eigentums“ an Instrumenten, Rz. 133 AIFM-VL.

<sup>1585</sup> Der Anlegerkreis eines Spezial-AIF gem. § 1 Abs. 6 KAGB ist auf professionelle und semiprofessionelle Anleger begrenzt. Neben der quantitativen Qualifikation als semiprofessioneller Anleger bei 10 Mio. EUR Mindestanlagesumme (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. c) KAGB) und der quantitativ-qualitativen Qualifikation bei 200.000 EUR Mindestanlagesumme und besonderer Sachkenntnis (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) KAGB) ist ausdrücklich auch der in § 37 Abs. 1 KAGB genannte Geschäftsleiter und Mitarbeiter einer AIF-Verwaltungsgesellschaft oder das Mitglied der Geschäftsführung oder des Vorstands einer extern verwalteten Investmentgesellschaft erfasst, sofern er in „verwaltete AIF investiert“ (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. b) KAGB). Aus Gründen der Rechtssicherheit bleibt die Qualifikation eines beteiligten Mitarbeiters als semiprofessioneller Anleger auch nach dessen Ausscheiden aus einer qualifikationsbegründenden Position bestehen, so auch Baur/Tappen-Jesch, § 1 Rn. 185.

<sup>1586</sup> Eine Vergütung in Anteilen, deren Haltedauer nicht mit der Laufzeit eines AIF korrespondiert, begegnet in geschlossenen AIF aufgrund einer restriktiven Normkonkretisierung Grenzen. Gemäß Art. 1 Abs. 2 UAbs. 2 der Delegierten Verordnung Nr. 694/2014 qualifiziert jeder AIF als offen, dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF zurückgekauft oder zurückgenommen werden. Dies berücksichtigt seit 2014 für die geschlossene InvKG § 161 Abs. 1 KAGB, in der das Recht zur ordentlichen Kündigung ausgeschlossen ist. Eine Vergütung in Anteilen würde demnach sowohl eine Anteilsrückgabe durch den Mitarbeiter während der Fondslaufzeit als auch eine Einziehung von Anteilen nach dessen Ausscheiden ausschließen.

<sup>1587</sup> Dem tragen auch die Regulierungsvorgaben Rechnung, indem sie nach Anhang II Abs. 1 lit. m) S. 1 AIFM-RL „je nach der rechtlichen Struktur des AIF und seiner Vertragsbedingungen oder seiner Satzung“ („*subject to the legal structure of the AIF and its rules or instruments of incorporation*“) anzuwenden sind.

sich dabei als rechtspraktische Herausforderung darstellen.<sup>1588</sup> Denn insbesondere in illiquiden Anlagestrategien begegnet mangels verfügbarer Marktpreise die Wertermittlung von Instrumenten erheblichen Bewertungsschwierigkeiten.<sup>1589</sup>

Form und Inhalt dieser Vergütungsinstrumente sind – anders als im Bankensektor<sup>1590</sup> – weitgehend frei gestaltbar, sofern Dividenden- und Zinszahlungen vor dem Bezugszeitpunkt ausgeschlossen<sup>1591</sup> sind. Nach dem Normzweck müssen sie die Wertentwicklung einer hypothetischen Eigenkapitalbeteiligung an dem betreffenden AIF abbilden, d.h. in jedem Fall eine Verlustbeteiligung<sup>1592</sup> beinhalten. Eine Gestaltung „gleichwertiger Beteiligungen“ bzw. „mit Anteilen verknüpfter Instrumente“ kann sich grundsätzlich an Managementbeteiligungsprogrammen (MEP)<sup>1593</sup> orientieren. Eine zwingend kapitalproportionale Basiswertreplikation<sup>1594</sup> im Sinne eines „Delta-One“-Instruments<sup>1595</sup> ist jedoch weder Normzweck noch Regelungssystematik zu entnehmen, die mit Carried Interest auch disquotale Vergütungsvereinbarungen anerkennen<sup>1596</sup>. Neben syntheti-

---

<sup>1588</sup> Die Vergütungsleitlinien der ESMA unterscheiden dabei auch in der deutschen Fassung zwischen sog. Corporate Funds (d.h. wohl gesellschaftsrechtlich strukturierten Anlagevehikeln) und sog. Common Funds (d.h. wohl vertragsrechtlich strukturierten Anlagevehikeln), Rz. 134 f. AIFM-VL. „Mit Anteilen verknüpfte Instrumente“ sollen dabei im Fall von Corporate Funds Instrumente sein, „deren Wert auf einer Bewertung des Marktwerts der Anteile beruht, wobei der Anteilspreis als Bezugspunkt verwendet wird“, Rz. 134 AIFM-VL.

<sup>1589</sup> Vgl. Rz. 135 AIFM-VL.

<sup>1590</sup> Vgl. die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 527/2014 v. 12.03.2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2013/63/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Bezeichnung der Klassen von Instrumenten, die die Bonität eines Instituts unter der Annahme der Unternehmensfortführung widerspiegeln und die für eine Verwendung zu Zwecken der variablen Vergütung geeignet sind, ABl. EU L 148/21 v. 20.05.2014. Die Bestimmungen der Verordnung knüpfen dabei an bankaufsichtsrechtliche Eigenmittelvorschriften an und begrenzen die Kategorien zulässiger Vergütungsinstrumente auf solche des zusätzlichen Kernkapitals, des Ergänzungskapitals und solche, die vollständig in Instrumente des harten Kernkapitals umgewandelt oder herabgeschrieben werden können (sog. „andere Instrumente“). Der Technische Regulierungsstandard erklärt sodann das Unterschreiten näher definierter regulatorischer Kapitalquoten (harte Kernkapitalquote i.S.d. Art. 92 Abs. 1 lit. a) CRR unterschreitet 7 %) zu einem sog. Auslöseereignis (*trigger event*), bei deren Eintritt sich der Wert der Vergütungsinstrumente zwingend verringern muss.

<sup>1591</sup> Rz. 136 AIFM-VL.

<sup>1592</sup> Dies schließt die Unzulässigkeit einer Be- oder Absicherung der mit dem Instrument verbundenen Ansprüche ein.

<sup>1593</sup> Siehe zu Managementbeteiligungsprogrammen oben Kapitel 1 sub II. 3. b).

<sup>1594</sup> Unzulässig dürften demnach sowohl fremdkapitalähnlich ausgestaltete Instrumente sein, die keine eigenkapitaladäquate Verlustbeteiligung enthalten, da sie als Instrument i.S.d. Anhang II Abs. 1 lit. r) AIFM-RL eine „Umgehung“ der Richtlinienanforderungen erleichtern würden.

<sup>1595</sup> Siehe zum Deltafaktor in der Optionspreistheorie bereits Kapitel 2 sub II. 2. b) bb).

<sup>1596</sup> Siehe zur regulatorischen Einordnung von Carried Interest-Vereinbarungen sogleich sub c).

schen Eigenkapitalbeteiligungen (sog. virtuelle Aktien bzw. *tracking stocks*)<sup>1597</sup> erfüllen somit auch optionsartige Vergütungsinstrumente (sog. virtuelle Optionen bzw. *stock appreciation rights*)<sup>1598</sup> die Regulierungsvorgaben „gleichwertiger unbarer Instrumente“, solange sie auch negative Wertentwicklungen des AIF nachvollziehen<sup>1599</sup>.

#### bb) Zurückbehaltung, Sperrfristen und nachträgliche Herabsetzung

Das zweite Kernelement der „Ex-post-Risikoanpassung“ ist gem. Anhang II Abs. 1 lit. n) AIFM-RL eine obligatorische „Zurückstellung“ („*deferral*“) von 40 bzw. 60 Prozent der variablen Vergütung für einen Zeitraum von drei bzw. fünf Jahren.<sup>1600</sup> Dieses nach nationalem Recht vorzugsweise als „Zurückbehaltung“<sup>1601</sup> zu bezeichnende Verfahren findet sowohl auf Barkomponenten als auch in Instrumenten<sup>1602</sup> gewährte variable Vergütungen Anwendung, die zu gleichen Anteilen<sup>1603</sup> zurückzubehalten sind.<sup>1604</sup>

---

<sup>1597</sup> Vgl. zur Ausgestaltung sog. virtueller Aktien (*tracking stocks* bzw. *phantom stocks*) in der Aktiengesellschaft *Tonner*, *Tracking Stocks*, S. 247 ff.; *Lüpkes*, *Aktienkursorientierte Vergütung*, S. 62 ff.

<sup>1598</sup> Anders als echte Optionen sind virtuelle Optionen (*stock appreciation rights*) nicht auf die Lieferung physischer Anteile, sondern einen Barausgleich gerichtet, vgl. *MünchKommAktG-Spindler*, § 87 Rn. 112; *Lüpkes*, *Aktienkursorientierte Vergütung*, S. 60 ff.

<sup>1599</sup> Fraglich ist jedoch, welche Korrelation die Instrumente im Verhältnis zur Wertentwicklung des Fonds aufweisen müssen. Während Korrelationen von  $\beta \geq 1$  bei voller Verlustbeteiligung keinen Bedenken begegnen, sind Werte von  $\beta < 1$  kritisch zu bewerten, da nur eine reduzierte Verlustbeteiligung erfolgen würde.

<sup>1600</sup> Die Höhe des zurückzustellenden Anteils und die Dauer des Zurückbehaltungszeitraums richten sich nach der Höhe der variablen Komponente, der Seniorität des Mitarbeiters und dem Lebenszyklus des AIF. Macht gem. Anhang II Abs. 1 lit. n) S. 2 AIFM-RL „die variable Komponente einen besonders hohen Betrag aus“, so sind mindestens 60 % des Betrags zurückzubehalten. Vor dem Hintergrund des Schutzes vor vergütungsinduzierten Risiken erscheint hier eine absolute Betrachtungsweise geboten, die die Höhe der Vergütung nicht in Relation zu der Fixkomponente, sondern den verwalteten Vermögenswerten des AIF setzt. Die Dauer des Zurückbehaltungszeitraums soll gem. Anhang II Abs. 1 lit. n) S. 2 AIFM-RL „mindestens drei bis fünf Jahre“ betragen und sich nach dem Lebenszyklus und den Rücknahmegrundsätzen des AIF richten, sodass sie im Fall einer kürzeren Fondslaufzeit auch niedriger sein kann, vgl. Rz. 127 S. 3 AIFM-VL. Demgegenüber knüpft das Bankaufsichtsrecht für die Höhe des zurückzubehaltenden Anteils an die Seniorität an und verlangt für die Ebene der Geschäftsleitung und die nachgelagerte Führungsebene eine Zurückbehaltung von mindestens 60 % (vgl. § 20 Abs. 2 InstitutsVergV); die Zurückbehaltungsdauer ist in Abhängigkeit von der Höhe der variablen Vergütung, Stellung, Aufgaben, Tätigkeiten und dem Risikoeinfluss des Mitarbeiters sowie Geschäftszyklus, Art und Risikogehalt der Geschäfte zu bestimmen (vgl. § 20 Abs. 1 S. 2 und S. 3 InstitutsVergV).

<sup>1601</sup> Vgl. § 25a Abs. 5 S. 4 und Abs. 6 Nr. 1 lit. c) KWG i.V.m. § 20 InstitutsVergV. Anders als der Richtlinienwortlaut ist die Terminologie der Vergütungsleitlinien der ESMA uneinheitlich und bezeichnet das Verfahren entweder als „Zurückbehaltung“ (vgl. Rz. 126 ff.) oder als „Zurückstellung“ (vgl. Rz. 130, 138, 142).

<sup>1602</sup> Vgl. Anhang II Abs. 1 lit. m) S. 2 AIFM-RL.

<sup>1603</sup> Rz. 164 AIFM-VL.

<sup>1604</sup> Nicht erfasst sind demnach sämtliche nach Ende des Abgrenzungszeitraums sowie während des Zurückbehaltungszeitraums in Barmitteln oder Instrumenten bereits bezogene Vergütungsanteile, auch sofern letztere noch einer Sperrfrist unterliegen.

Während der Dauer des Zurückbehaltungszeitraums erfolgt *pro rata temporis* ein Erwerb bzw. Bezug (*vesting*) der zurückbehaltenen Anteile,<sup>1605</sup> die zum Zweck einer „Ex-post-Risikoanpassung“ jedoch unter dem Vorbehalt einer rückwirkenden Leistungsbeurteilung stehen. Zusätzlich müssen Instrumente einer sog. „Sperrfrist“ („*retention period*“) unterliegen, die Verfügungen des Mitarbeiters auch nach Bezug des Instruments beschränken.<sup>1606</sup>

Eine implizite Partizipation der zurückbehaltenen Instrumente an den sich in der Wertentwicklung des AIF reflektierenden Risiken ist allein nicht ausreichend<sup>1607</sup> und ergibt sich bereits aus dem Zweck einer Zurückbehaltung von Barkomponenten. Vielmehr ist eine explizite Risikoanpassung durch den AIFM erforderlich, indem über „Malus- oder Rückforderungsvereinbarungen“<sup>1608</sup> die Höhe des zunächst bemessenen Vergütungsanteils herabgesetzt<sup>1609</sup> werden kann. Anknüpfungsmoment für eine Herabsetzung soll gem. Anhang II Abs. 1 lit. o) S. 2 AIFM-RL eine „schwache oder negative finanzielle Leistung des AIFM oder der betreffenden AIF“ sein, die „in der Regel zu einer erheblichen Schrumpfung“ der gesamten (d.h. laufenden und zurückbehaltenen) variablen Vergütung führen muss.<sup>1610</sup> Ebenfalls soll die variable Vergütung im Fall individuellen

---

<sup>1605</sup> Vgl. Anhang II Abs. 1 lit. n) S. 3 AIFM-RL; Rz. 145 f. i.V.m. Anhang III (Abbildung 1) AIFM-VL; § 20 Abs. 3 Nr. 1 InstitutsVergV. Zur Erläuterung: Beträgt die Höhe der in einem einjährigen Bemessungszeitraum ermittelten variablen Vergütung 100 GE, der zurückzubehaltende Anteil 60 %, die Zurückbehaltungsdauer drei Jahre und der in Instrumenten ebenso wie der in Barmitteln gewährte Anteil je 50 %, so erfolgt unmittelbar nach Ende des Bemessungszeitraums ein Bezug von 40 GE (20 GE Barmittel und 20 GE Instrumente). Nach Ablauf jedes darauf folgenden Jahres (d.h. ein Drittel der dreijährigen Zurückbehaltungsdauer) werden je weitere 20 GE (10 GE Barmittel und 10 GE Instrumente) bezogen, sofern keine nachträgliche Herabsetzung der Vergütung erfolgte.

<sup>1606</sup> Vgl. Anhang II Abs. 1 lit. m) S. 2 AIFM-RL („Rückstellungspolitik“); Rz. 4 AIFM-VL. Diese Sperrfrist muss nicht zwingend mit dem Zurückbehaltungszeitraum kongruent sein, vgl. Rz. 137 ff. i.V.m. Anhang III (Abbildung 2) AIFM-VL. Vgl. entsprechend § 20 Abs. 4 InstitutsVergV.

<sup>1607</sup> Vgl. Rz. 155 AIFM-VL.

<sup>1608</sup> Rz. 149 S. 1 AIFM-VL („*by means of malus or clawback clauses*“); vgl. zu rechtlichen Umsetzungshindernissen FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017, S. 37.

<sup>1609</sup> Siehe zur aktienrechtlichen Kompetenz des Aufsichtsrates für die Herabsetzung der Vorstandsvergütung oben sub II. 1.

<sup>1610</sup> Während der Richtlinienwortlaut bereits eine Herabsetzung bereits bei „schwacher“ („*subdued*“) finanzieller Leistung des AIFM oder AIF fordert und damit tatbestandlich bereits eine Verfehlung positiver Ertrags Erwartungen erfassen könnte, setzen die Vergütungsleitlinien einen „wesentlichen Rückgang der finanziellen Leistung“ des AIF, des AIFM oder des Geschäftsbereichs voraus, Rz. 151 S. 2 lit. b) AIFM-VL (vgl. auch § 18 Abs. 5 S. 1 InstitutsVergV n.F.: „negative Abweichungen des Erfolgsbeitrags“). Dabei ist zwischen einem Leistungsrückgang auf der Ebene des AIF sowie des AIFM zu unterscheiden. Während Verluste auf Ebene des AIF in jedem Fall zu einer Verringerung bzw. einem vollständigen Verlust variabler Vergütungen führen sollten, ist für Verluste auf Ebene des AIFM mangels unmittelbaren Anlegerbezugs eine besondere Erheblichkeit zu fordern. Dafür spricht auch Anhang II Abs. 1 lit. o) S. 1 AIFM-RL, demzufolge die Vergütung nach „der Finanzlage des

Fehlverhaltens des Mitarbeiters zu reduzieren sein.<sup>1611</sup>

Die Umsetzung dieser unionsrechtlichen Vorgaben begegnet indes arbeitsrechtlichen Grenzen. Unklar erscheint schon die Rechtsposition, die der Mitarbeiter in Bezug auf zurückbehaltene Vergütungen während des Zurückbehaltungszeitraums innehat. Entsprechend der bankaufsichtsrechtlichen Einordnung<sup>1612</sup> empfiehlt sich eine gesetzliche Klarstellung, dass ein Anspruch und eine Anwartschaft auf den zurückbehaltenen Teil erst nach Ablauf des Zurückbehaltungszeitraums erwachsen und während des Zurückbehaltungszeitraums allein ein Anspruch auf fehlerfreie Ermittlung des zurückgestellten Anteils besteht.

Ungeachtet einer solchen Bestimmung haben Klauseln, auf deren Grundlage Kürzungen nicht ausgezahlter Vergütungsbestandteile während des Zurückbehaltungszeitraums erfolgen sollen, die zivilrechtlichen Grenzen einer arbeitsgerichtlich zunehmend restriktiv interpretierten AGB-Kontrolle zu beachten.<sup>1613</sup> Zweifelhaft erscheint daher die zivilrechtliche Umsetzbarkeit der unionsrechtlich geforderten Rückforderungsvereinbarungen (sog. Clawback), die sich auf bereits ausgezahlte Vergütungsbestandteile beziehen sollen. Ist eine als Barkomponente oder Instrument gewährte Vergütung unter zutreffender Beurteilung der maßgeblichen Bewertungsparameter zur Auszahlung gelangt, erscheint es vor dem Hintergrund des gem. § 307 Abs. 1 BGB zu beachtenden Angemessenheits- und Transparenzgebots schwerlich rechtssicher vereinbar, unter welchen nach dem Beurteilungszeitpunkt zur Kenntnis des Arbeitgebers gelangten Umständen eine

---

AIFM insgesamt tragbar“, hingegen nach der Leistung der betreffenden Geschäftsabteilung oder des AIF „gerechtfertigt“ sein muss.

<sup>1611</sup> Vgl. Rz. 151 S. 2 lit. a) AIFM-VL („Beweise für Fehlverhalten oder schwerwiegende Fehler des Mitarbeiters“); einen Rückhalt in den Richtlinienbestimmungen findet dieses Erfordernis allenfalls in Anhang II Abs. 1 lit. o) S. 1 AIFM-RL, demzufolge die Vergütung „nach der Leistung (...) der betreffenden Person gerechtfertigt ist“. Dem risikoorientierten Verursachungsprinzip der Richtlinienvorgaben entsprechend ist dabei eine temporale und kausale Verbindung zwischen dem Fehlverhalten des betreffenden Mitarbeiters und den Anlagerisiken des AIF zu fordern. Nicht zur Herabsetzung eines zurückbehaltenen Vergütungsanteils berechtigt daher ein Fehlverhalten, das erst nach dem zugrunde liegenden Bemessungszeitraum auftritt oder keinen inhaltlichen Bezug zu Anlagerisiken aufweist. Vgl. auch die bankaufsichtsrechtliche Regelvermutung für den vollständigen Verlust einer variablen Vergütung gem. § 18 Abs. 5 S. 3 InstitutsVergV n.F. (§ 20 Abs. 5 S. 3 InstitutsVergV a.F.).

<sup>1612</sup> Vgl. § 25a Abs. 5 S. 4 KWG i.V.m. § 20 Abs. 4 Nr. 2 InstitutsVergV n.F. (§ 20 Abs. 3 Nr. 2 InstitutsVergV a.F.), vgl. Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten, § 20 InstitutsVergV Rn. 7.

<sup>1613</sup> Vgl. kritisch in Bezug auf § 20 InstitutsVergV Löw/Glück, NZA 2015, 137, 140 f.; siehe zur AGB-Kontrolle von Bonuszahlungen bereits oben sub 3. a) aa).

Rückforderung von Gehaltsbestandteilen zu erfolgen hat.<sup>1614</sup> In Ansehung des bereits in früheren Fassungen der InstitutsVergV angelegten Umsetzungsdefizits<sup>1615</sup> ist von einer entsprechenden Regelung auch im Rahmen der kapitalanlagerechtlichen Vergütungsverordnung abzusehen.

Die Pflicht des AIFM zur Durchsetzung einer „Ex-post-Risikoanpassung“ kann ferner durch eine behördliche Eingriffskompetenz komplettiert werden. Der Ordnungsgeber ist gem. § 37 Abs. 3 Nr. 3 KAGB zum Erlass einer Regelung ermächtigt, auf deren Grundlage die Auszahlung variabler Vergütungsbestandteile untersagt oder auf einen bestimmten Anteil des Jahresergebnisses beschränkt werden kann. Neben verfassungsrechtlichen Bedenken – etwa hinsichtlich der aufgrund der erheblichen Grundrechtsrelevanz eines Eingriffs kritisch zu bewertenden Tragfähigkeit einer untergesetzlichen Regelungsebene<sup>1616</sup> – begegnet die Norm insbesondere sachlichen Einwänden. Entgegen den dezidierten bankaufsichtsrechtlichen Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften entbehrt das Kapitalanlageaufsichtsrecht nämlich tragfähiger Anknüpfungspunkte zur Konkretisierung der Voraussetzungen einer wirtschaftlichen Krisensituation. Gleichwohl gebietet die besondere Schwere der materiellen zivil- und arbeitsrechtlichen Konsequenzen einer administrativen Beschränkung, dass die tatbestandlichen Voraussetzungen der Befugnisnorm definitiv eng umrissen sind. Der Anwendungsbereich einer künftigen Eingriffskompetenz ist daher auf Situationen zu beschränken, in denen bei fehlender Herabsetzung der variablen Vergütung die Solvenz des AIF bedroht ist, wo-

---

<sup>1614</sup> Vgl. *Löw/Gluck*, NZA 2015, 137, 140 („verdient ist verdient“); ähnlich *dies.*, DB 2015, 187, 192.

<sup>1615</sup> Trotz unionsrechtlicher Vorgaben der CRD III bzw. CRD IV enthielten weder die InstitutsVergV 2010 noch die InstitutsVergV 2014 Bestimmungen zu Rückforderungsvereinbarungen, vgl. *Löw/Gluck*, NZA 2015, 137, 140; *Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Wolfgarten*, § 20 InstitutsVergV Rn. 7. Erst im Rahmen der jüngsten Novelle nahm der Ordnungsgeber entsprechende Vorgaben in die InstitutsVergV 2017 auf. Nach § 20 Abs. 6 S. 1 InstitutsVergV n.F. ist künftig das Institut verpflichtet, in den Fällen des § 18 Abs. 5 S. 3 Nr. 1 und Nr. 2 InstitutsVergV n.F. „auf Grundlage entsprechender Vereinbarungen mit den Risikoträgern [...] eine bereits ausgezahlte variable Vergütung zurückzufordern und Ansprüche auf die Auszahlung zum Erlöschen zu bringen.“ Dies gilt gem. § 20 Abs. 6 S. 2 InstitutsVergV n.F. zudem für einen Zeitraum, der erst zwei Jahre nach Ablauf der Zurückbehaltungsfrist für den zuletzt gem. § 20 Abs. 4 S. 1 Nr. 1 InstitutsVergV n.F. verdienten Vergütungsbestandteil endet. Im Fall einer fünfjährigen Zurückbehaltungsfrist besteht über den endgültigen Verbleib einer variablen Vergütung bei dem Risikoträger daher erst nach Ablauf von sieben Jahren nach dem betreffenden Bonusjahr Gewissheit.

<sup>1616</sup> Die korrespondierenden bankaufsichtsrechtlichen Eingriffskompetenzen befinden sich hingegen auf formellgesetzlicher Normebene (vgl. § 45 Abs. 2 Nr. 5a und Nr. 6 bzw. Abs. 5 S. 5 KWG sowie Art. 16 Abs. 2 lit. g) SSM-VO) und knüpfen ausdrücklich an die Eigenmittel- und Liquiditätsausstattung des Instituts an; vgl. *Jensen*, BB 2014, 2869, 2872 f.

hingegen die Solvenz der AIF-KVG unberücksichtigt bleiben sollte.<sup>1617</sup>

### c) Einordnung von Carried Interest-Vereinbarungen

Vor dem Hintergrund der umfangreichen regulatorischen Anforderungen an variable Vergütungen erscheint die Einordnung bestehender Kautelarpraktiken zu Carried Interest-Vereinbarungen bedeutsam. Nach dem ausdrücklichen Richtlinienwortlaut gelten die Vergütungsgrundsätze auch „für jeden von dem AIF selbst gezahlten Betrag, einschließlich carried interests“ (Anhang II Abs. 2 AIFM-RL).<sup>1618</sup>

Ausweislich der AIFM-Vergütungsleitlinien sollen die Vorgaben für die Risikoausrichtung, Zuerkennung und Auszahlung variabler Vergütungsanteile unter zwei kumulativ vorliegenden Voraussetzungen eingehalten werden.<sup>1619</sup> Zum einen muss der AIFM „das gesamte von den Anlegern eingebrachte Kapital“ zuzüglich einer „(gegebenenfalls) zuvor vereinbarten Mindestrate“ an die Anleger des AIF ausbezahlt haben, bevor identifizierte Mitarbeiter des AIFM eine variable Vergütung erhalten.<sup>1620</sup> Zum anderen müssen die den identifizierten Mitarbeitern des AIFM gewährten Vergütungen „bis zur Auflösung des betreffenden AIF Rückforderungsvereinbarungen“ unterliegen.<sup>1621</sup>

Die nicht ausdrücklich, aber erkennbar an Carried Interest-Vereinbarungen angelegte Formulierung wird regelmäßig fondsbezogene sog. Gesamtbewertungsmodelle erfassen, bei denen eine Zahlung von Carried Interest erst nach vollständiger Rückgewähr des von den Anlegern abgerufenen Kapitals zuzüglich einer Vorzugsrendite und in Verbindung mit einem Rückforderungsvorbehalt (sog. Clawback) erfolgt.<sup>1622</sup> Nicht ersichtlich

---

<sup>1617</sup> Einen tauglichen Anknüpfungspunkt bietet allein der liquiditätsbezogene Insolvenzeröffnungsgrund der Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) des AIF; vgl. zu den Voraussetzungen näher MünchKommInsO-Eilenberger § 17 Rn. 6 ff. Dahingegen stellen sich sowohl die drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) als auch die Überschuldung (§ 19 InsO) aufgrund der erheblichen Prognoseunsicherheiten bei der Konkretisierung der Tatbestände als wenig geeignet dar. Sofern die Auszahlung einer Vergütung daher die Zahlungsunfähigkeit des AIF i.S.d. § 17 Abs. 2 InsO begründet, könnte eine aufsichtliche Herabsetzungs- und Untersagungsbefugnis greifen. Die praktische Bedeutung einer solchen Regelung fiele indes aufgrund der regelmäßig erforderlichen Gewinnabhängigkeit variabler Vergütungen gering aus. Mangels unmittelbarer Auswirkungen einer Insolvenz der AIF-KVG für die Anleger sind solvenzgefährdende Zahlungen der AIF-KVG an ihre Mitarbeiter hingegen vom Anwendungsbereich der Herabsetzungs- und Untersagungsbefugnis auszunehmen.

<sup>1618</sup> Siehe zum sachlichen Anwendungsbereich der Vergütungsgrundsätze bereits oben sub III. 2. c).

<sup>1619</sup> Vgl. Rz. 159 AIFM-VL.

<sup>1620</sup> Rz. 159 S. 2 lit. a) AIFM-VL.

<sup>1621</sup> Rz. 159 S. 2 lit. b) AIFM-VL.

<sup>1622</sup> Vgl. *Boxberger/Klebeck*, BKR 2013, 441, 447 f.; *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Boxberger*, Art. 13 Rn. 50 ff.

ist jedoch angesichts des insoweit schweigenden Richtlinienwortlauts und fehlender ökonomischer Belege<sup>1623</sup>, warum für transaktionsbezogene sog. Einzelbewertungsmodelle etwas anderes gelten sollte. Entscheidend ist, dass die Vergütungsvereinbarung zwischen Fondsmanager und Anleger langfristig ausgerichtete Verrechnungs- und Erstattungsvereinbarungen enthält, die der Gefahr einer Überzahlung des Fondsmanagers vorbeugen.

## 5. Bewertung und Zwischenergebnis

Das erklärte Ziel des europäischen Gesetzgebers, eine sektorspezifische Kohärenz vergütungsbezogener Regulierungsanforderungen auf dem Finanzsektor zu etablieren, erscheint *prima facie* erreicht. So weist nicht nur der Normbestand zu Vergütungssystemen in CRD und AIFM-RL einen weitgehenden Gleichlauf auf, sondern auch jener der OGAW-RL sowie der Solvency II-RL. Parallelen vergütungsbezogener Anforderungen bestehen ferner in der Regulierung von Zuwendungen zwischen AIFM-RL und MiFID. Differenzierter fällt jedoch der Befund hinsichtlich der rechtstatsächlich zu erwartenden Normanwendung und seiner inhaltlichen Bewertung aus funktionaler Perspektive aus. Die fehlende genuin kapitalanlagerechtliche Verortung dieser bankaufsichtsrechtlichen Regulierungsinstrumente äußert sich nämlich sowohl in einem positiven Sinne in Anwendungs- und Auslegungsschwierigkeiten als auch in einem negativen Sinne in der fehlenden normativen Berücksichtigung adressatenspezifischer Charakteristika.

So birgt in partnerschaftlich organisierten Verwaltungsgesellschaften alternativer Investmentfonds bereits die Implementierung der erkennbar an Konzernstrukturen orientierten Organisations- und Verhaltensanforderungen an eine AIF-KVG vielfältige Spannungsverhältnisse zwischen grammatischer und zweckentsprechender Norminterpretation, die durch den Verweis auf einzelfallorientierte Proportionalitätserwägungen nur unter Einbußen an Rechtssicherheit aufgelöst werden können. Dies gilt neben der Einrichtung von Kontrollfunktionen, die in die fortlaufende Vergütungskontrolle einzubinden sind, etwa auch für das Erfordernis eines Vergütungsausschusses, dessen Einsetzungspflicht an hohe Schwellenwerte geknüpft werden sollte. Um eine offenkundig auf Agenturkonflikte in börsennotierten Unternehmen zielende Regelung handelt es sich ferner

---

<sup>1623</sup> Siehe dazu bereits Kapitel 2 sub II. 3. b).

bei dem Verbot garantierter variabler Vergütungen, das entsprechend der in AIFM abweichenden ökonomischen Interessenlage restriktiv auszulegen ist. Dies gilt erst Recht für vergütungsbezogene Offenlegungsanforderungen, die als Publikumstransparenz verstanden jeder ökonomischen Rechtfertigung entbehren und damit auf Informationspflichten gegenüber Anlegern und der Aufsicht zu beschränken sind.

Umsetzungshindernisse bestehen ferner in Sachverhalten ohne bzw. mit eingeschränktem Kapitalmarktbezug, d.h. in illiquiden Anlagestrategien. Dies gilt etwa für das Verbot von Hedgingmaßnahmen, das abseits kapitalmarktbasierter Strategien schwerlich Anwendung findet. Vor allem aber tritt die bankaufsichtsrechtliche Provenienz des Regulierungsansatzes in dem zentralen Erfordernis einer Verknüpfung von Risikomanagement und variablen Vergütungen zutage. Die aus der niedrigen Bewertungsfrequenz illiquider Anlagegüter folgende eingeschränkte Verfügbarkeit risikoindizierender Preisdaten bedingt hier, die aufsichtsrechtliche Anforderung auf die regulatorisch gebotenen und somit verfügbaren Risikomanagementinstrumente zu beschränken. Sofern diese technisch bereits keine explizite Risikoquantifizierung ermöglichen, laufen daran anknüpfende vergütungsbezogene Anforderungen leer. Überdeutlich tritt diese Diskrepanz zwischen kapitalmarktbasierter und illiquiden Strategien schließlich in den sog. besonderen Anforderungen an variable Vergütungen hervor. So stellen sich neben risikoorientierten Ergebnisbemessungsverfahren vor allem die Vergütung in Instrumenten und die Berücksichtigung von Zurückbehaltungs- und Sperrfristen als technisch überaus anspruchsvolle Vorgaben dar, die aus Verhältnismäßigkeitserwägungen auf systemisch bedeutende AIF-KVGen zu beschränken sind.

Der Transplantatcharakter der Normen äußert sich ferner im Fehlen sektorspezifischer Regelungen, die in Kapitalanlagestrukturen etwa die vielfältigen Anreizwirkungen von Verwaltungsvergütungen sowie etablierte Mechanismen erfolgsbezogener Vergütungen wie z.B. Carried Interest-Modelle und High-Water Marks betreffen. Die nachträgliche Integration ausgewählter Mechanismen in den legislativen Rahmen im Wege der Verwaltungsverlautbarung erweist sich dabei als nur unzureichendes Korrektiv, das einer tragfähigen Rechtsgrundlage entbehrt. Vielmehr werden, wie sich exemplarisch am Beispiel der Leitlinienverlautbarung zu Carried Interest-Strukturen zeigt, mit dem Richtlinienwortlaut schwer vereinbare Kautelarstrukturen aus – teleologisch durchaus berechtigten – Erwägungen dogmatisch fragwürdig für mit den Anforderungen vereinbar er-

klärt.

Der plakativen Umschreibung der AIFM-Vergütungsregulierung als „Copy-paste-Gesetzgebung“<sup>1624</sup> ist damit im Grundsatz zuzustimmen. Gegenüber dem im Bankensektor verorteten regulatorischen Leitbild weisen die kapitalanlagerechtlichen Vergütungspflichten jedoch zwei zentrale Abweichungen auf, welche die postulierte Kohärenzmaxime entscheidend relativieren. So bleiben zum einen aufsichtsrechtliche Beschränkungen variabler Vergütungen der Höhe nach (Bonus Cap) bislang allein bestimmten Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten vorbehalten. Die im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens der OGAW V-RL ausdrücklich abgelehnte Übertragung dieser Anforderung ist als gesetzgeberische Entscheidung zugunsten einer sachgemäßen Differenzierung zwischen dem Banken- und dem Fondssektor zu begrüßen. Zum anderen zielen die vergütungsbezogenen Vorgaben für die konstituierenden Dokumente und das Vertriebsdokument eines Spezial-AIF unmittelbar auf das Verhältnis zwischen Eigentümer (Prinzipal) und Manager (Agent) und erfassen damit eine Rechtsbeziehung, die das Bankaufsichtsrecht bislang unberücksichtigt lässt. Vor dem Hintergrund der Professionalität der Anleger ist diese überschießende Regulierung bedenklich und ein Regelungsbedarf durch Marktdefizite der bisherigen Kautelarpraxis nicht ersichtlich. Zudem lässt die Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe (z.B. „Höhe der Vergütungen“, „Angemessenheit“) bezweifeln, dass die aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Kostendokumentation den Interessengleichlauf zwischen Fondsmanager und Anleger maßgeblich verbessern.<sup>1625</sup>

In der praktischen Normanwendung steht zu erwarten, dass den aufsichtsrechtlichen Vergütungsgrundsätzen vor allem durch erhöhte Dokumentationspflichten Rechnung getragen wird.<sup>1626</sup> Dies betrifft einerseits die konstituierenden Dokumente und Vertriebsdokumente für Spezial-AIF, deren Kostenangaben einen höheren als zuvor üblichen Detailgrad aufweisen werden. Andererseits werden sich Kapitalverwaltungsgesellschaften zur Nachweisführung gegenüber der Aufsicht zur Erstellung bzw. Ergänzung umfassender interner Organisationshandbücher und -dokumente veranlasst sehen.

---

<sup>1624</sup> So *Engert*, ZBB 2014, 108.

<sup>1625</sup> Vgl. bereits kritisch zur Unbestimmtheit der Rechtsbegriffe i.R.d. *InstitutsVergV 2010 Binder*, in: *Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung*, S. 78 ff.

<sup>1626</sup> Vgl. *Engert* ZBB 2014, 108, 123.

Hinsichtlich der Normdurchsetzung ist das Zusammenspiel der unterschiedlichen Kontroll- und Überwachungsinstanzen in den Blick zu nehmen. Der Umfang aufsichtsrechtlicher Prüf- und Eingriffskompetenzen ist dabei auf Sonderprüfungen des Vergütungssystems der AIF-KVG beschränkt und erstreckt sich – anders als für Verkaufsprospekte für Publikums-AIF – mangels eines aufsichtlichen Genehmigungsvorbehalts nicht auf Vertriebsdokumente für Spezial-AIF. Die Durchsetzung der Vergütungsanforderungen obliegt indes nicht allein staatlichen Instanzen, sondern wird sich auch in einem Zusammenspiel zwischen internen Kontrollfunktionen (z.B. Compliance und Risikomanagement) und den externen Überprüfungsfunktionen der Verwahrstelle und des Abschlussprüfers vollziehen. Eine umgehende und umfassende Anwendung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben ist angesichts der Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe, der damit verbundenen Interpretationsschwierigkeiten und der bislang fehlenden Konkretisierung im Verordnungswege jedoch nicht zu erwarten. Vielmehr lassen durch aufsichtliche Sonderprüfungen identifizierte Defizite in der Umsetzung der Vergütungsgrundsätze im Bankensektor<sup>1627</sup> darauf schließen, dass sich auch im Kapitalanlagesektor ein vergleichbarer iterativer Umsetzungsprozess vollzieht.

Abschließend sind grundlegende Zweifel in Bezug auf die tatsächliche Anwendbarkeit der Regulierungsnormen angebracht. Zunächst eröffnet die auf Proportionalitätserwägungen gestützte Begrenzung des Anwendungsbereichs des Kapitalanlageaufsichtsrechts einer nicht unerheblichen Anzahl an AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften die Möglichkeit, AIF unterhalb der gesetzlichen Schwellenwerte und damit weitgehend außerhalb der Anforderungen des KAGB zu verwalten. Ferner steht zu erwarten, dass Auslagerungs- und Beratungsstrukturen sowie der hohe Grad der Internationalisierung die faktische Geltung der Vergütungsregulierungsvorgaben weiter relativieren.

#### **IV. Schlussbetrachtung und Fazit**

Vor dem Hintergrund der wirtschaftswissenschaftlichen Regulierungsperspektive begegnet nicht allein die technische Detailtiefe des Regelungsgefüges, sondern vielmehr

---

<sup>1627</sup> Vgl. BaFin, Prüfungskampagne 2013 der BaFin zur Qualität der Vergütungssysteme, Mitteilung v. 13.01.2014, o. Gz.; EBA, Survey on the implementation of the Guidelines on remuneration policies and practices v. 12.04.2012, o. Gz., S. 3 ff.; zur Evaluation der Umsetzung auf internationaler Ebene FSB, Sound Compensation Practices – Third progress report v. 04.11.2014, S. 13 ff.

der regulatorische Ansatz an sich durchgreifenden Bedenken. Insbesondere das von der Kommission postulierte vergütungsrechtliche Kohärenzgebot entbehrt einer tragfähigen, auf nachgewiesenes Marktversagen gestützten ökonomischen Rechtfertigung. Als Regulierungsmaxime, die allein an die Zuordnung eines Marktakteurs zu einem teils nur schwach konturierten Oberbegriff (Finanzmarkt) anknüpft, ist sie keine *per se* tragfähige Normbegründung. Während diese Zuordnung im Rahmen der Tatbestände des Bankgeschäfts noch vergleichsweise rechtssicher vollzogen wird, treten Abgrenzungsschwierigkeiten insbesondere in der Definition des Investmentvermögens deutlich zutage. Ein Regulierungsbedarf ergibt sich nicht bereits aus der Zuordnung einer Tätigkeit zum Finanzsektor, sondern erfordert vielmehr dessen positive Feststellung. Eine solche kann sich entweder aus Risiken der regulierten Tätigkeit, die Marktmechanismen nicht hinreichend adressieren, oder aber der Gefahr von Regulierungsarbitrage ergeben. Anknüpfend an die aufgezeigten ökonomischen Begründungsmuster sind in der Bewertung des Regulierungsansatzes im Kern zwei zentrale, sich mit den Regulierungszielen Anlegerschutz und Systemschutz überschneidende Aspekte hervorzuheben.<sup>1628</sup> Zum gegenwärtigen Erkenntnisstand vermag jedoch keines der beiden Regulierungsmotive den vergütungsbezogenen Ansatz der AIFM-Richtlinie und der ESMA-Vergütungsleitlinien zu rechtfertigen.<sup>1629</sup>

Von Bedeutung ist zunächst die Kontrahierungssituation der Vertragsparteien über die Vergütungsparameter. Die dem Regulierungskonzept des KAGB zugrunde liegende Differenzierung nach der aus der Informiertheit folgenden Schutzwürdigkeit der erfassten Anlegergruppe durch die Abgrenzung der Privatanleger von semiprofessionellen und professionellen Anlegern und die daraus folgende Unterscheidung zwischen Publikums-AIF und Spezial-AIF ist zwar sachgerecht. Sie folgt darin konzeptionell dem Ansatz des ebenfalls nach Kundengruppen differenzierenden Wertpapierhandelsrechts.

In Bezug auf die materiellen vergütungsbezogenen Vorgaben weisen die Regulierungsvorgaben jedoch erkennbare Parallelen zu Regeln für die börsennotierte Aktiengesellschaft auf, obgleich erhebliche Unterschiede in der Natur der zugrunde liegenden Agen-

---

<sup>1628</sup> Siehe zur ökonomischen Bewertung der Vergütungsstrukturen bereits Kapitel 2 sub III. 1.

<sup>1629</sup> Verpflichtet der Unionsgesetzgeber Rechtsakte des Sekundärrechts ausdrücklich auf ökonomische Ziele, muss er sich an diesen messen lassen, vgl. *Franck*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*, S. 183 ff.

turkonflikte bestehen. So ist etwa ein Nutzen der Offenlegung der von Kapitalverwaltungsgesellschaften an ihre Mitarbeiter gezahlten Vergütungen fraglich, da Interessen der Anleger – mangels eigener Kapitalbeteiligung an der KVG – hiervon nicht berührt sind. Vielmehr bestimmen sie im Rahmen ihrer Anlageentscheidung losgelöst von Einzelbezügen des Verwaltungspersonals die Parameter der Vergütungsstruktur eines individuellen Investmentvermögens, sodass allein dessen Ergebnis- und Vergütungsinformationen für sie von Bedeutung sind.

Welche Auswirkungen die umfangreichen Anforderungen an variable Vergütungen auf das Risikohandeln des Fondsmanagers und die damit verbundenen Risiken der Anleger haben, kann mangels verfügbarer empirischer bzw. modellhafter Anhaltspunkte nicht abschließend beurteilt werden, zumal hierfür entscheidende Rechtsfragen bislang ungeklärt sind. Die Umsetzbarkeit des zentralen Petitums der Regulierungsanforderungen, Vergütungen und Risikomanagement miteinander zu verknüpfen, wird zudem entscheidend von der Natur der verfolgten Anlagestrategie abhängen. Eine tatsächliche Bemessung variabler Vergütungen an individuellen Risikobeiträgen eines Risikoträgers birgt aufgrund der hohen finanzmathematischen Modellanforderungen an die Identifikation von Risikoquellen und Risikoprämien erhebliche Schwierigkeiten. Ob sich die regulatorischen Vorgaben insbesondere in illiquiden Anlageformen als Treiber einer auf quantitativen kapitalmarktorientierten Risikoparametern beruhenden Vergütungspraxis erweisen werden, darf angesichts der methodischen Herausforderungen bezweifelt werden. Vielmehr steht in Private Equity-Strategien im weitesten Sinne auch angesichts fehlender spezifischer kapitalanlagerechtlicher Norminhalte zu erwarten, dass bisherige Vergütungsstrukturen weitgehend beibehalten werden.

Unabhängig von regulatorischen Vorgaben zeichnet sich in Marktpraxis und Forschung eine zunehmend kritische Auseinandersetzung mit der Höhe der Vergütungen in alternativen Investmentfonds ab. Sie verfolgt eine präzisere Zuordnung individueller Renditefaktoren und eine Abgrenzung der als „Alpha“ umschriebenen Leistung alternativer Fondsmanager von talentunabhängigen Zufalls- oder Marktfaktoren („Beta“). Diese Entwicklung wird, auch in Zusammenschau mit den erheblichen Mittelzuflüssen in Indexfonds, ein tendenziell niedrigeres Gebührenniveau in alternativen Investmentfonds zur Folge haben. Nicht ausgeschlossen erscheint in Anbetracht dieser Diskussion, dass den im Normsetzungsprozess der AIFM-RL handelnden politischen Akteuren neben

Beteiligungsrisiken professioneller Anleger auch für exzessiv erachtete Individualvergütungen der Fondsmanager zu regulatorischem Handeln motivierten und der Richtlinie damit gleichsam verdeckte Beweggründe zugrunde liegen.

Den anderen zentralen Aspekt stellen Verursachungsbeiträge alternativer Investmentfonds zur Begründung systemischer Risiken dar. Als Rechtfertigungsmuster zur Begründung regulatorischer Eingriffe in ihre Vergütungsstrukturen verfangen sie nach gegenwärtigem Erkenntnisstand jedoch nicht. Aufgrund der im Regelfall vorliegenden vermögensrechtlichen Unterscheidung zwischen Verwaltungsgesellschaft und Investmentvermögen stellen sich die insolvenzbezogenen Risikoimplikationen grundlegend verschieden von jenen in Banken dar. Mangels systemrelevanter eigener Vermögenswerte und der Ersetzbarkeit ihrer Verwaltungsfunktion begründet die Insolvenz einer Verwaltungsgesellschaft grundsätzlich keine Risiken für die Finanzmarktstabilität. Selbst unter Annahme der Systemrelevanz einzelner Investmentvermögen erscheint überaus fraglich, ob die vom europäischen Gesetzgeber implizit vorausgesetzten Wirkmechanismen tatsächlich bestehen. Nicht gänzlich unplausibel erscheint nämlich die Überlegung, dass restriktivere Vorgaben für variable Vergütungen zu einem Anstieg fixer Vergütungsanteile in AIF und AIFM führen und deren fehlende Herabsetzbarkeit im Krisenfall potentiell destabilisierend wirken kann.<sup>1630</sup>

Grundsätzlichen Bedenken begegnet das untersuchte Regulierungsgefüge schließlich angesichts der erheblichen Dynamik und Komplexität in der Rechtsetzung. Der Detailgrad und die Normenfülle des Kapitalanlagerechts, seine dogmatisch anspruchsvolle Systematik und vielfältige Verschränkungen europäischer und nationaler Regelungsebenen lassen einen exponentiell gestiegenen Zuwachs an Regulierungsvorgaben konstatieren.<sup>1631</sup> Unbestreitbar folgen aus diesem Umstand deutlich gestiegene Anforderungen an die Rechtsanwender. Diese sind in beaufsichtigter, beratender oder beaufsichtigender Funktion zwar zu einer gesetzmäßigen Normanwendung berufen, begegnen dabei aber natürlichen Restriktionen in der Informationsverarbeitung und der Komplexitätsbewältigung, sodass eine beschleunigte Spezialisierung der Akteure als notwendige Folge

---

<sup>1630</sup> Siehe zu Befunden in der ökonomischen Literatur der Bankenregulierung bereits oben sub II. 2. a).

<sup>1631</sup> Vgl. kritisch *Kalss*, EuZW 2015, 569 f., die in der europäischen Finanzmarktregulierung „ein auf sich bezogenes autopoietisches System“ konstatiert und einen „Rückbau des Normenexzesses“ fordert; ähnlich *Siekmann*, Die Verwaltung 43 (2010) 95, 112 in Bezug auf das Bankaufsichtsrecht („im Wesentlichen unlesbar“).

erscheint.

Abschließend können aus den vorgenannten Erwägungen Handlungsempfehlungen abgeleitet werden. Zuvörderst ist der nationale Ordnungsgeber berufen, die rechtlichen und ökonomischen Erwägungen im Rahmen seines Konkretisierungsspielraums bei der Umsetzung der Vergütungsgrundsätze durch die Beachtung von Verhältnismäßigkeits-erwägungen zu berücksichtigen. Dies betrifft insbesondere den Anwendungsbereich einer künftigen Kapitalanlage-Vergütungsverordnung auf der Grundlage des § 37 Abs. 3 KAGB und die Differenzierung zwischen allgemeinen und besonderen Anforderungen. Gerade in Bezug auf die Anforderungen an die Risikoausrichtung variabler Vergütungen sollte die Konkretisierung die Dimension systemischer Risikobeiträge alternativer Investmentfonds berücksichtigen und dazu die Schwellenwerte der Regulierungsbestrebungen zu NBNI G-SIFI mit einbeziehen. Die darauf fußende Aufsichtspraxis sollte diese Überlegungen aufgreifen und ihnen in Aufsichtssachverhalten, in denen Spezial-AIF bzw. die verwaltende AIF-KVG keine systemische Relevanz aufweisen, durch eine restriktive Norminterpretation Rechnung tragen. Dies gilt zumal angesichts des Befunds einer *in praxi* bislang nur schwach ausgeprägten Justiziabilität aufsichtsbehördlicher Entscheidungen.<sup>1632</sup> Schließlich aber ist der europäische Gesetzgeber berufen, im Anschluss an das bis zum 22.07.2017 durchzuführende Konsultationsverfahren zur Überprüfung<sup>1633</sup> der Richtlinie die ökonomische Tragfähigkeit des regulatorischen Ansatzes kritisch zu hinterfragen. In diesem Zusammenhang werden auch die Ergebnisse des sich auf transnationaler Ebene vollziehenden Evaluierungsverfahrens des FSB zu den in Reaktion auf die Finanzmarktkrise initiierten Regulierungsvorhaben zu berücksichtigen sein.<sup>1634</sup>

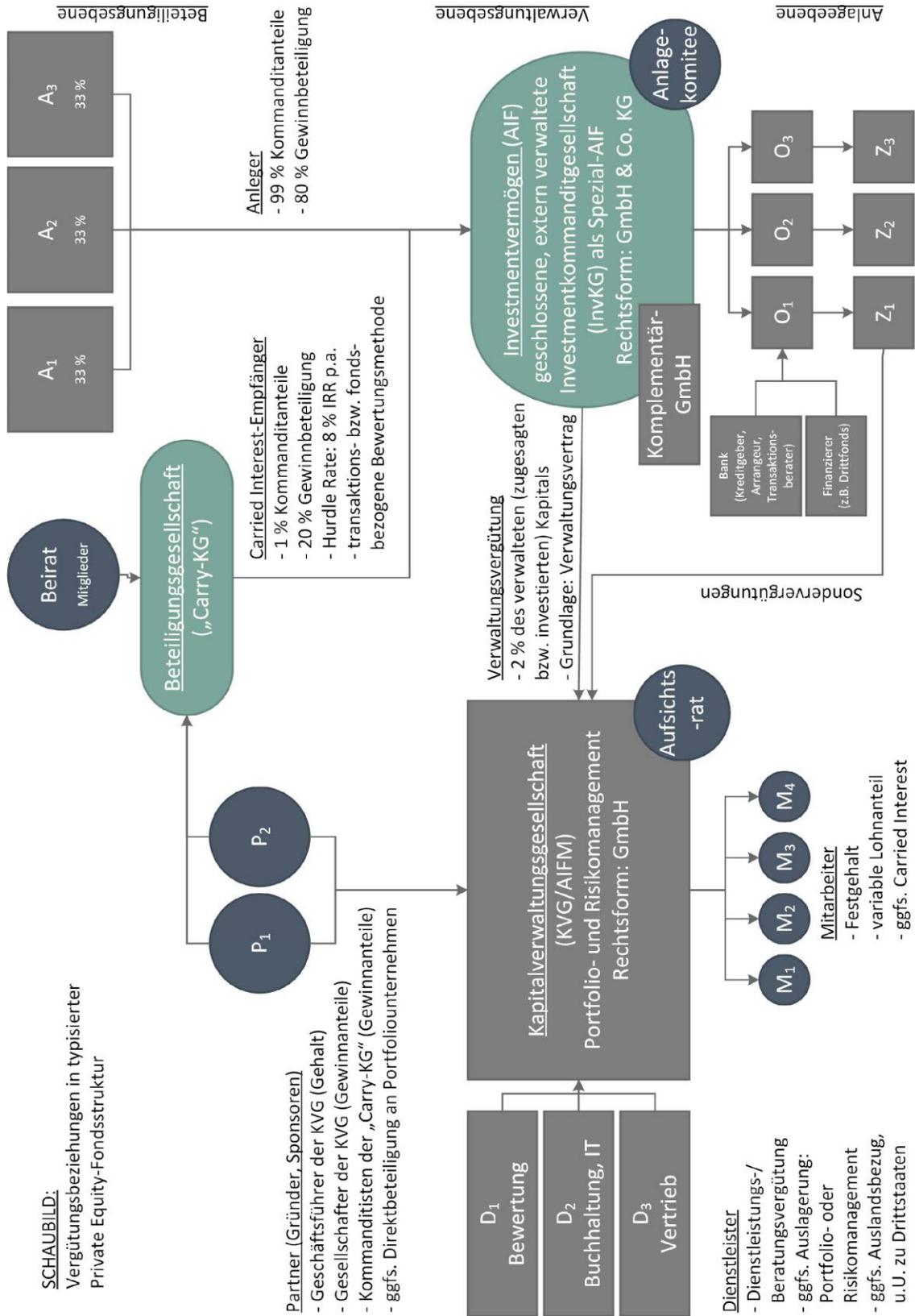
---

<sup>1632</sup> Vgl. *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung, S. 79.

<sup>1633</sup> Gemäß Art. 69 Abs. 1 S. 1 AIFM-RL leitete die Kommission bis zum 22.07.2017 auf der Grundlage einer öffentlichen Konsultation und im Einvernehmen mit den zuständigen Behörden „eine Überprüfung der Anwendung und des Geltungsbereichs“ der Richtlinie ein; vgl. zur Gesetzesfolgenabschätzung in der Finanzmarktregulierung *Binder*, in: FS Köndgen, S. 65 ff.

<sup>1634</sup> Diese Evaluierung kann sich insbesondere auf die Regulierung von Vergütungssystemen im Finanzsektor erstrecken und die Standards für solide Vergütungspraktiken v. 25.09.2009 in den Blick nehmen, vgl. FSB, Evaluierung der Finanzmarktformen v. 03.07.2017, S. 20.

## V. Schaubild Fondsstruktur



## LITERATURVERZEICHNIS

### A. Allgemeine Literatur

- Acharya, Viral / Pagano, Marco / Volpin, Paolo*: Seeking Alpha: Excess Risk Taking and Competition for Managerial Talent, NBER Working Paper No. 18891, März 2013 (SSRN ID 2234318)
- ders. / Gottschalg, Oliver / Hahn, Moritz / Kehoe, Conor*: Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, 26 *Rev. Fin. Stud.* 368–402 (2013)
- Achleitner, Ann-Kristin / Figge, Christian*: Private Equity Lemons? Evidence on Value Creation in Secondary Buyouts, 20 *EFM* 406–433 (2014)
- Ackermann, Carl / McEnally, Richard / Ravenscraft, David*: The performance of hedge funds: Risk, return and incentives, 54 *J. Fin.* 833–874 (1999)
- Afyonoğlu, Gökhan*: Alternative Investments and Due Diligence, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), *Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, Hoboken/NJ 2013, S. 53–75 (zitiert: *Afyonoğlu*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Agarwal, Vikas / Naik, Narayan*: Risk and Portfolio Decisions involving Hedge Funds, 17 *Rev. Fin. Stud.* 63–98 (2004)
- ders. / Daniel, Naveen / Naik, Narayan*: The Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance, 64 *J. Fin.* 2221–2256 (2009)
- ders. / Ray, Sugata*: Determinants and Implications of Fee Changes in the Hedge Fund Industry, Working Paper, März 2012 (SSRN ID 2024362)
- Aggarwal, Rajesh / Jorion, Philippe*: The Performance of Emerging Hedge Funds and Managers, 96 *J. Fin. Econ.* 238–256 (2008)
- Aghion, Philippe / Bolton, Patrick*: An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, 59 *Rev. Econ. Stud.* 473–494 (1992)
- Akerlof, Georg*: The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 *Q. J. Econ.* 488–500 (1970)
- Albrecht, Peter / Maurer, Raimond*: *Investment- und Risikomanagement*, 3. Aufl., Stutt-

- gart 2008 (zitiert: *Albrecht/Maurer*, Investment)
- Alchian*, Armen / *Demsetz*, Harold: Production, Information Cost, and Economic Organization, 72 Am. Econ. Rev. 777–795 (1972)
- Allen*, Franklin / *Gale*, Douglas: Understanding Financial Crises, New York 2007 (zitiert: *Allen/Gale*, Financial Crises)
- Altfelder*, Stefan: Beitrag oder Leistung – Orientierungshilfe für Personengesellschafter im Dickicht aktueller Vorschriften zu Umsatzsteuer, Private-Equity-Fonds und Halbeinkünfteverfahren, FR 2005, 6–20
- Amenc*, Noël / *Sender*, Samuel: Are Hedge-Fund UCITS the Cure-All?, EDHEC Risk Institute Publication, März 2010 ([http://www.edhec-risk.com/edhec\\_publications/all\\_publications/RISKReview.2010-03-26.5529/attachments/EDHEC\\_Risk\\_Publication\\_Hedge\\_Fund\\_UCITS.pdf](http://www.edhec-risk.com/edhec_publications/all_publications/RISKReview.2010-03-26.5529/attachments/EDHEC_Risk_Publication_Hedge_Fund_UCITS.pdf)) (zitiert: *Amenc/Sender*, EDHEC-Studie OGAW-Hedgafonds 2010)
- Ang*, Andrew / *Rhodes-Kropf*, Matthew / *Zhao*, Rui: Do Funds-of-Funds Deserve Their Fees-on-Fees?, NBER Working Paper No. 13944, April 2008 (SSRN ID 1121735)
- ders.*: Asset Management – A Systematic Approach to Factor Investing, New York 2014 (zitiert: *Ang*, Factor Investing)
- Annuß*, Georg / *Sammet*, Sebastian: Anforderungen an Vergütungssysteme in Versicherungsunternehmen, BB 2011, 115–119
- ders.*: Abfindungsvereinbarungen unter der Institutsvergütungsverordnung, BKR 2016, 102–105
- Anson*, Mark / *Chambers*, Donald / *Black*, Keith / *Kazemi*, Hossein: CAIA Level I – An introduction to core topics in alternative investments, 2. Aufl., Hoboken/NJ 2012 (zitiert: *Anson/Chambers/Black/Kazemi*, CAIA Handbook)
- Anzinger*, Heribert / *Jekerle*, Katherina: Entwicklungen in der Besteuerung des Carried Interest in Deutschland, Großbritannien und den USA – Denkanstöße aus der neuen Welt?, IStR 2008, 821–832
- Aragon*, George: Share restrictions and asset pricing: Evidence from the hedge fund industry, 83 J. Fin. Econ. 33–58 (2007)

- ders.* / *Qian*, Jun: The Role of High-Water Marks in Hedge Fund Compensation, Working Paper, Dezember 2009 (SSRN ID 1540205)
- ders.* / *Hertzel*, Michael / *Shi*, Zhen: Why Do Hedge Funds Avoid Disclosure? Evidence from Confidential 13F Filings, 48 *J. Fin. & Quant. An.* 1499–1518 (2013)
- Asness*, Clifford / *Krail*, Robert / *Liew*, John: Do Hedge Funds hedge?, 28 *J. Port. Man.* 6–19 (2001)
- Assmann*, Heinz-Dieter / *Schneider*, Uwe H. (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 6. Aufl., Köln 2012 (zitiert: *Assmann/Schneider-Bearbeiter*)
- ders.* / *Schütze*, Rolf A. (Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl., München 2015 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Kapitalanlagerechts-Handbuch)
- Authers*, John / *Childs*, Mary: Hedge funds – Overpriced, underperforming, FT Online v. 24.05.2016 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9bd1150e-1b76-11e6-b286-cddde55ca122.html#axzz49rvN2bXC>)
- Awrey*, Dan: The Limits of EU Hedge Fund Regulation, *LFMR* 2011, 119–128
- Axelson*, Ulf / *Strömberg*, Per / *Weisbach*, Michael: Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Firms, 64 *J. Fin.* 1549–1582 (2009)
- ders.* / *Jenkinson*, Tim / *Strömberg*, Per / *Weisbach*, Michael: Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts, 68 *J. Fin.* 2223–2267 (2013)
- Baeck*, Peter / *Collins*, Liam / *Zhang*, Bryan: Understanding Alternative Finance – The UK Alternative Finance Industry Report 2014, University of Cambridge/Nesta, November 2014 (zitiert: *Baeck/Collins/Zhang*, Alternative Finance Report 2014)
- Bähr*, Gunne (Hrsg.): Handbuch des Versicherungsaufsichtsrechts, 1. Aufl., München 2011 (zitiert: *Bearbeiter*, in: *Bähr* (Hrsg.), Versicherungsaufsichtsrechts-Handbuch)
- Baker*, George / *Jensen*, Michael / *Murphy*, Kevin: Compensation and Incentives – Practice vs. Theory, 43 *J. Fin.* 593–616 (1988)
- Balyeat*, Brian / *Cagle*, Julie / *Glasgo*, Phil: Teaching MIRR to Improve Comprehension of Investment Performance Evaluation Techniques, 12 *J. Econ. & Fin. Ed.* 39–50 (2013)
- Banerjee*, Devin: Blackstone’s Schwarzman, Gray Get Combined \$861 Million,

- Bloomberg Online v. 28.02.2015 (<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-27/blackstone-s-schwarzman-gray-get-combined-861-million>)
- Bator*, Francis: The Anatomy of Market Failure, 72 Q. J. Econ. 351–379 (1958)
- Bauer*, Jobst-Hubertus / *Arnold*, Christian: Festsetzung und Herabsetzung der Vorstandsvergütung nach dem VorstAG, AG 2009, 717–731
- Bauerfeind*, Thomas / *Rückel*, David: Timber-Investments in der strategischen Asset Allocation, AR 2011, 46–55
- Baumbach*, Adolf / *Hueck*, Alfred (Hrsg.): GmbHG, Kommentar, 20. Aufl. 2013 (zitiert: *Baumbach/Hueck-Bearbeiter*)
- Baums*, Theodor: Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen, ZHR 169 (2005), 299–309
- Baur*, Georg / *Boegl*, Martin, Die neue europäische Finanzmarktaufsicht – Der Grundstein ist gelegt, BKR 2011, 177–186
- Baur*, Jürgen / *Tappen*, Falko (Hrsg.): Investmentgesetze, Bd. 1 (§§ 1–272 KAGB), 3. Aufl. 2015, Bd. 2 (§§ 273–355 KAGB; InvStG), 3. Aufl. 2015, Berlin (zitiert: *Baur/Tappen-Bearbeiter*)
- Bebchuk*, Lucian / *Fried*, Jesse / *Walker*, David: Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, 69 U. Chi. L. Rev. 751–846 (2002)
- Bebchuk*, Lucian / *Fried*, Jesse: Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Cambridge/MA 2004 (zitiert: *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance)
- dies.*: Paying for Long-Term Performance, 158 U. Penn. L. Rev. 1915–1959 (2010)
- Beber*, Alessandro / *Pagano*, Marco: Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis, 68 J. Fin. 343–381 (2013)
- Becker*, Marc / *Funke*, Christian / *Johanning*, Lutz / *Stemme*, Matthias: Managementgebühren und Transaktionskosten im institutionellen Asset Management, in: Heinke, Volker / Krämer, Werner / Nürk, Bettina (Hrsg.), Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger, Bad Soden 2011, S. 857–883 (zitiert: *Becker/Funke/Johanning/Stemme*, in: Heinke/Krämer/Nürk (Hrsg.), Investmentfonds)

- Becker*, Thorsten: ESMA Leitlinien „Vergütungsgrundsätze und -verfahren (MiFID)“ und BT 8 der MaComp – neue Vergütungsvorgaben für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2014, 151–158
- Beckmann*, Klaus / *Scholtz*, Rolf-Detlev / *Vollmer*, Lothar (Hrsg.): Investment – Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der Steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien der Kapitalverwaltungsgesellschaften und der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, Loseblatt-Kommentar, Aktualisierung 5/16, Berlin 2016 (zitiert: *Beckmann/Scholtz/Vollmer-Bearbeiter*)
- Behrens*, Stefan: Besteuerung des Carried Interest nach dem Halbeinkünfteverfahren – Anmerkungen zum Gesetz zur Förderung von Wagniskapital, FR 2004, 1211–1219
- Belmont*, David: Managing Hedge Fund Risk and Financing, Singapur 2011 (zitiert: *Belmont*, Hedge Fund Risk)
- Bénabou*, Roland / *Tirole*, Jean: Bonus Culture: Competitive Pay, Screening, and Multitasking, NBER Working Paper No. 18936, April 2013 (SSRN ID 2247227)
- Bengtsson*, Elias: Fund Management and Systemic Risk – Lessons from the Global Financial Crisis, 23 FMII 101–124 (2014)
- Benicke*, Christoph: Wertpapiervermögensverwaltung, Tübingen 2006 (zitiert: *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung)
- Berger*, Allen / *Klapper*, Leora / *Turk-Ariss*, Rima: Bank competition and financial stability, in: *Bikker*, Jacob / *Spierdijk*, Laura (Hrsg.), Handbook of Competition in Banking and Finance, Cheltenham/UK 2017, S. 185–204 (zitiert: *Berger/Klapper/Turk-Ariss*, in: *Bikker/Spierdijk* (Hrsg.), Competition in Banking and Finance)
- Berger*, Hanno / *Steck*, Kai-Uwe / *Lübbehüsen*, Dieter: Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, Kommentar, München 2010 (zitiert: *Berger/Steck/Lübbehüsen-Bearbeiter*)
- Berle*, Adolf / *Means*, Gardiner: The Modern Corporation and Private Property, New York 1932 (zitiert: *Berle/Means*, Modern Corporation)
- Bertrand*, Marianne / *Mullainathan*, Sendhil: Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones

- without Principals Are, 116 Q. J. Econ. 901–932 (2001)
- Bester*, Helmut: Theorie der Industrieökonomik, 7. Aufl., Berlin 2017 (zitiert: *Bester*, Industrieökonomik)
- Bhagat*, Sanjai / *Romano*, Roberta: Reforming Executive Compensation – Simplicity, Transparency and Committing to the Long-term, ECFR 2010, 273–296
- ders.* / *Bolton*, Brian / *Romano*, Roberta: Getting Incentives Right: Is Deferred Bank Executive Compensation Sufficient?, ECGI Law Working Paper No. 241/2014 v. 02.02.2014 (SSRN ID 2395982)
- Bhattacharya*, Sudipto / *Boot*, Arnoud / *Thakor*, Anjan: The Economics of Bank Regulation, 30 J. Mon. Cred. Bank. 745–770 (1998)
- Bielenberg*, Oliver / *Schmuhl*, Wolf: Implikationen des KAGB auf die Rechnungslegung geschlossener Fonds, DB 2014, 1089–1091
- Billio*, Monica / *Getmansky*, Mila / *Lo*, Andrew / *Pelizzon*, Lorian: Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors, 104 J. Fin. Econ. 535–559 (2012)
- Binder*, Jens-Hinrich: Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht – Regelungsziele, Anwendungsprobleme und Reformansätze, dargestellt am Beispiel des deutschen und des englischen Rechts, Berlin 2005 (zugl. Diss. Univ. Freiburg 2003) (zitiert: *Binder*, Bankeninsolvenzen)
- ders.* / *Broichhausen*, Thomas: Entwicklungslinien und Perspektiven des Europäischen Kapitalmarktrechts – Eine Bestandsaufnahme aus Anlass des "Weißbuchs zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010", ZBB 2006, 85–97
- ders.*: Steuerung und Kontrolle von Vergütungssystemen durch die BaFin, in: Rieble, Volker / Junker, Abbo / Giesen, Richard (Hrsg.), Finanzkriseninduzierte Vergütungsregulierung und arbeitsrechtliche Entgeltsysteme, München 2011, S. 63–97 (zitiert: *Binder*, in: Rieble/Junker/Giesen (Hrsg.), Vergütungsregulierung)
- ders.*: Verbesserte Krisenprävention durch paneuropäische Aufsicht? Zur neuen Aufsichtsinfrastruktur auf EU-Ebene, GPR 2011, 34–40
- ders.*: Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien im Kapitalgesellschafts-

- recht, Tübingen 2012 (zitiert: *Binder*, Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien)
- ders.*: Ausgestaltung und Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Restrukturierung, ZBB 2012, 417–428
- ders.*: Auf dem Weg zu einer europäischen Bankenunion? Erreichtes, Unerreichtes, offene Fragen, ZBB 2013, 297–312
- ders.*: "Alternativen: Keine"? Gesetzesfolgenabschätzung in der Finanzmarktregulierung, in: Casper, Matthias / Klöhn, Lars / Roth, Wulf-Henning / Schmies, Christian (Hrsg.), Festschrift für Johannes Köndgen, Köln 2016, S. 65–82 (zitiert: *Binder*, in: FS Köndgen)
- Birnbaum*, Güter / *Kütemeier*, Claire: In der Diskussion – die MaComp, WM 2011, 293–299
- Birnbaum*, Mathias / *Escher*, Jens: Inkongruente Gewinnverteilung bei Kapital- und Personengesellschaften, DStR 2014, 1413–1419
- Black*, Fischer / *Scholes*, Myron: The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 J. Pol. Econ. 637–654 (1973)
- Black*, Julia: The rise, fall and fate of principles based regulation, in: Alexander, Kern / Moloney, Niamh (Hrsg.), Law Reform and Financial Markets, Cheltenham 2011, S. 3–34 (zitiert: *Black*, in: Alexander/Moloney (Hrsg.), Financial Markets)
- Blankenheim*, Johannes: Die Umsetzung der OGAW-IV-Richtlinie in das Investmentgesetz, ZBB 2011, 344–360
- Bodie*, Zvi / *Kane*, Alex / *Marcus*, Alan: Investments and Portfolio Management, 9. Aufl., Boston 2011 (zitiert: *Bodie/Kane/Marcus*, Investments)
- Böhme*, Andreas: Die Vertretung der extern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft, BB 2014, 2380–2385
- Boehmer*, Ekkehart / *Jones*, Charles / *Zhang*, Xiaoyan: Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban, 26 Rev. Fin. Stud. 1363–1400 (2013)
- Bollen*, Nicolas / *Pool*, Veronika: Do Hedge Fund Managers Misreport Returns? Evidence from the Pooled Distribution, 64 J. Fin. 2257–2288 (2009)

- dies.*: Suspicious Patterns in Hedge Fund Returns and the Risk of Fraud, 25 Rev. Fin. Stud. 2673–2702 (2012)
- Boos*, Karl-Heinz / *Fischer*, Reinfrid / *Schulte-Mattler*, Hermann (Hrsg.): KWG, CRR-VO, Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016 (Boos/Fischer/Schulte-Mattler-Bearbeiter)
- Bowden*, Andrew: Spreading Sunshine in Private Equity, Rede v. 06.05.2014 (<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541735361#.U2z4sFeZhaY>) (zitiert: *Bowden*, SEC Rede 2014)
- Boxberger*, Lutz: Regulierung „light“ unter dem KAGB-Regime, GWR 2013, 415–417
- Boxberger*, Lutz / *Klebeck*, Ulf: Anforderungen an die Vergütungssysteme von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, BKR 2013, 441–450
- dies.*: Management von Offshore-Fonds unter dem KAGB, GWR 2014, 75–78
- dies.*: OGAW-Vergütungsregulierung, GWR 2014, 253–256
- Boyd*, John / *De Nicoló*, Gianni: The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, 60 J. Fin. 1329-1343 (2005)
- Boyson*, Nicole: Hedge Fund Performance Persistence – A New Approach, 64 Fin. An. J. 27–44 (2008)
- dies.* / *Stahel*, Christof / *Stulz*, René: Hedge Fund Contagion and Liquidity Shocks, 65 J. Fin. 1789–1816 (2010)
- Brav*, Alon / *Jiang*, Wei / *Kim*, Hyunseob: Hedge fund activism, in: Athanassiou, Phoebus (Hrsg.), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Cheltenham/UK 2012, S. 195–217 (zitiert: *Brav/Jiang/Kim*, in: Athanassiou (Hrsg.), Alternative Investments)
- Brealey*, Richard / *Myers*, Stewart / *Allen*, Franklin: Principles of Corporate Finance, 11. Internat. Aufl., Berkshire/UK 2014 (zitiert: *Brealey/Myers/Allen*, Corporate Finance)
- Brich*, Stefanie / *Hasenbalg*, Claudia: Kompakt-Lexikon Management, Wiesbaden 2013 (zitiert: *Brich/Hasenbalg*, Management)

- Brickley, James / Smith, Clifford / Zimmerman, Jerold: Managerial Economics & Organizational Architecture, 4. Aufl., New York 2007 (zitiert: Brickley/Smith/Zimmerman, Managerial Economics)*
- Brooks, Chris / Clare, Andrew / Motson, Nick: The Gross Truth about Hedge Fund Performance and Risk, 24 J. Fin. Tran. 31–40 (2008)*
- Brown, Keith / Harlow, W. / Starks, Laura: Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry, 51 J. Fin. 85–110 (1996)*
- Brown, Stephen / Goetzmann, William / Ibbotson, Roger: Offshore Hedge Funds – Survival and Performance 1989–1995, 72. J. Bus. 91–119 (1999)*
- ders. / Goetzmann, William / Park, James: Careers and Survival – Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry, 61 J. Fin. 1869–1886 (2001)*
- ders. / Goetzmann, William / Liang, Bing: Fees-on-Fees in Funds-of-Funds, 2 J. Inv. Man. 39–56 (2004)*
- ders. / Fraser, Thomas / Liang, Bing: Hedge Fund Due Diligence: A Source of Alpha in a Hedge Fund Portfolio Strategy, 6 J. Inv. Man. 23–33 (2008)*
- ders. / Kacperczyk, Marcin / Ljungqvist, Alexander / Lynch, Anthony / Pedersen, Lasse / Richardson, Matthew: Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis, in: Acharya, Viral / Richardson, Matthew (Hrsg.), Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System, S. 157–178, Hoboken/NJ 2009 (zitiert: Brown/Kacperczyk/Ljungqvist/Lynch/Pedersen/Richardson, in: Acharya/Richardson (Hrsg.), Financial Stability)*
- ders. / Goetzmann, William / Liang, Bing / Schwarz, Christopher: Trust and delegation, 103 J. Fin. Econ. 221–234 (2012)*
- Brunnermeier, Markus / Nagel, Stefan: Hedge Funds and the Technology Bubble, 59 J. Fin. 2013–2040 (2004)*
- ders.: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, 23 J. Econ. Persp. 77–100 (2009)*
- ders. / Pedersen, Lasse: Market Liquidity and Funding Liquidity, 22 Rev. Fin. Stud. 2201–2238 (2009)*

- ders. / Oehmke, Martin*: Predatory Short Selling, 14 Rev. Fin. 2153–2195 (2014)
- Bruns, Christoph / Meyer-Bullerdiek, Frieder*: Professionelles Portfoliomanagement, 5. Aufl., Stuttgart 2013 (zitiert: *Bruns/Meyer-Bullerdiek*, Portfoliomanagement)
- Buchner, Axel / Stucke, Rüdiger*: The Systematic Risk of Private Equity, Working Paper, März 2014 (SSRN ID 2418705)
- Buck-Heeb, Petra*: Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz – Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung, ZHR 176 (2012), 66–95
- dies.*: Anlageberatung nach der MiFID II, ZBB 2014, 221–232
- Bürkle, Jürgen*: Europarechtliche Vorgaben für die interne Governance im Versicherungssektor, WM 2012, 878–886
- Bujotzek, Peter / Steinmüller, Jens*: Neuerungen im Investmentrecht durch das OGAW-IV-Umsetzungsgesetz, DB 2011, 2246–2252 (Teil 1) und DB 2011, 2305–2309 (Teil 2)
- Buraschi, Andreas / Kosowski, Robert / Trojani, Fabio*: When There Is No Place to Hide: Correlation Risk and the Cross-Section of Hedge Fund Returns, 27 Rev. Fin. Stud. 581–616 (2014)
- Burgard, Ulrich / Heimann, Carsten*: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, WM 2014, 821–831
- ders. / Drobetz, Wolfgang / Tille, Jan*: Do alternative UCITS deliver what they promise? A comparison of alternative UCITS and hedge funds, 24 App. Fin. Econ. 949–965 (2014)
- Burrough, Bryan / Helyar, John*: Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco, New York 2009 (zitiert: *Burrough/Helyar*, Barbarians at the Gate)
- Burwitz, Gero*: Neuere Entwicklungen im Steuerrecht – Reform des Investmentsteuerrechts, NZG 2017, 851–853
- Buscher, Arne / Hannemann, Ralf / Wagner, Astrid / Weigl, Thomas*: Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (Institutsvergütungsverordnung – InstitutsVergV), Kommentar, 1. Aufl., Stuttgart 2014 (zitiert: *Buscher/Hannemann/Wagner/Weigl*, Institutsvergütungsverordnung)

- Bußalb*, Jean-Pierre / *Unzicker*, Ferdinand: Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds, BKR 2012, 309–319
- Cain*, Matthew / *McKeon*, Stephen / *Solomon*, Steven: Placement Agents and Private Equity: Information Production or Influence Peddling?, Working Paper v. 01.04.2015 (SSRN ID 2586273)
- Calliess*, Gralf-Peter: Heimatstaatsprinzip und Europa-Pass (single licence principle) im europäischen Finanzmarktrecht: Wettbewerb der Finanzdienstleister oder der Finanzplätze?, EWS 2000, 432–442
- Calliess*, Christian / *Ruffert*, Matthias (Hrsg.): EUV/AEUV – Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, 4. Aufl., München 2011 (zitiert: *Calliess/Ruffert-Bearbeiter*)
- Câmara*, Paulo: The AIFM’s Governance and Remuneration Committees, in: *Zetzsche*, Dirk (Hrsg.), *The Alternative Investment Funds Managers Directive*, Alphen aan den Rijn 2012, S. 237–251 (zitiert: *Câmara*, in: *Zetzsche* (Hrsg.), AIFMD)
- Canzler*, Sabine / *Hammermaier*, Steffen: Die Verfolgung und Ahndung wertpapierrechtlicher Delinquenz durch die Wertpapieraufsicht der BaFin: Das kapitalmarktrechtliche Bußgeldverfahren, AG 2014, 57–73
- Capocci*, Daniel: *The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies*, New York 2013 (zitiert: *Capocci*, *Hedge Funds*)
- Carhart*, Mark: On Persistence in Mutual Fund Performance, 52 J. Fin. 57–82 (1997)
- Carlin*, Bruce: Strategic price complexity in retail financial markets, 91 J. Fin. Econ. 278–287 (2009)
- Carpenter*, Jennifer: Does option compensation increase managerial risk appetite? 50 J. Fin. 2311–2331 (2000)
- Caselli*, Stefano: *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Oxford 2010 (zitiert: *Caselli*, *Private Equity*)
- Casper*, Matthias: Die Investmentkommanditgesellschaft: große Schwester der Publikums-KG oder Kuckuckskind?, ZHR 179 (2015), 44–82
- Cendrowski*, Harry / *Wadecki*, Adam: The Private Equity Governance Model, in: Cend-

- rowski, Harry / Martin, James / Petro, Louis / Wadecki, Adam (Hrsg.), *Private Equity – History, Governance, and Options*, Hoboken/NJ 2008, S. 117–135 (zitiert: *Cendrowski/Wadecki*, in: Cendrowski/Martin/Petro/Wadecki (Hrsg.), *Private Equity*)
- Chevalier*, Judith / *Ellison*, Glenn: Risk taking by mutual funds as a response to incentives, 105 *J. Pol. Econ.* 1167–1200 (1997)
- dies.*, Career Concerns of Mutual Fund Managers, 114 *Q. J. Econ.* 389–432 (1999)
- Chincarini*, Ludwig: The Amaranth Debacle: A Failure of Risk Measures or a Failure of Risk Management, 10 *J. Alt. Inv.* 91–104 (2007)
- Choudhury*, Ambereen / *Ring*, Suzi: Deutsche Bank’s \$96 Million Banker Bonus at Center of Lawsuit, Bloomberg Online v. 18.06.2015 (<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/deutsche-bank-s-96-million-banker-bonus-at-center-of-lawsuit>)
- Christoffer*, Thorsten: Der Vergütungsbeauftragte in bedeutenden Instituten – eine Bestandsaufnahme, *BKR* 2015, 14–18
- Christoffersen*, Susan: Why do Money Fund Managers Voluntarily Waive Their Fees?, 56 *J. Fin.* 1117–1140 (2001)
- Clark*, Simon: Private Equity Investors Open to Longer-Term Deals, *WSJ Online* v. 10.10.2014 (<http://www.wsj.com/articles/private-equity-companies-consider-longer-term-investments-1412934220>)
- Clarkson*, David / *Jaecklin*, Stefan / *Kaczmariski*, Kamil: Domiciles of Alternative Investment Funds, Oliver Wyman Financial Services, Report 2014 ([http://www.oliverwyman.de/content/dam/oliver-wyman/global/en/2014/dec/Oliver\\_Wyman\\_Domiciles\\_of\\_Alternative\\_Investment\\_Funds.pdf](http://www.oliverwyman.de/content/dam/oliver-wyman/global/en/2014/dec/Oliver_Wyman_Domiciles_of_Alternative_Investment_Funds.pdf)) (zitiert: *Clarkson/Jaeklin/Kaczmariski*, Oliver Wyman Report 2014)
- Coase*, Ronald: The Nature of the Firm, 4 *Economica* 368–405 (1937)
- dies.*: The Problem of Social Cost, 3 *J. L. & Econ.* 1–44 (1960)
- Cochran*, William: Searching for Diamond in the Two-and-Twenty Rough: The Taxation of Carried Interest, 66 *Stan. L. Rev.* 953–986 (2014)

- Cochrane*, John: The risk and return of venture capital, 75 J. Fin. Econ. 3–52 (2005)
- Conrad*, Jennifer / *Johnson*, Kevin / *Wahal*, Sunil: Institutional Trading and Soft Dollars, 56 J. Fin. 397–416 (2001)
- Copeland*, Thomas / *Weston*, Fred / *Shastri*, Kuldeep: Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik, 4. Aufl., München 2008 (zitiert: *Copeland/Weston/Shastri*, Finanzierungstheorie)
- Corkery*, Michael / *Emshwiller*, John: Calpers Ex-CEO Faces Criminal Charges – 'Pay-to-Play' Indictment Alleges Buenrostro Helped a Friend Collect Fees From Apollo Global, WSJ Online v. 18.03.2013 (<http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323869604578368731574620580>)
- Craig*, Susanne / *Scannell*, Kara: Goldman Settles Its Battle With SEC – \$550 Million Deal Ends Showdown That Shook Street, WSJ Online v. 16.07.2010 (<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704682604575369382547871788>)
- Daniélsson*, Jón / *Taylor*, Ashley / *Zigrand*, Jean-Pierre: Highwaymen or heroes: Should hedge funds be regulated? A survey, 1 J. Fin. Stab. 522–543 (2005)
- Davis*, Steven / *Haltiwanger*, John / *Handley*, Kyle / *Jarmin*, Ron / *Lerner*, Josh / *Miranda*, Javier: Private Equity Jobs, and Productivity, NBER Working Paper No. 19458, September 2013 (SSRN ID 2328504)
- De Long*, Bradford / *Shleifer*, Andrei / *Summers*, Lawrence / *Waldmann*, Robert: Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, 45 J. Fin. 379–395 (1990)
- Demaria*, Cyril: Private Equity Fund Investments – New Insights on Alignment of Interests, Governance, Returns and Forecasting, Basingstoke/UK 2015 (zitiert: *Demaria*, Private Equity)
- Dembowski*, Anke: Placement Agents – Türöffner auf hohem Niveau, Institutional Money 4/2010, S. 106–111
- Demleitner*, Andreas: Aufsichtsrechtliche Folgen eines verkannten AIF, BB 2014, 2058–2061

- Derleder, Peter / Knops, Kai-Oliver / Bamberger, Heinz Georg* (Hrsg.): Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Bd. 2, 3. Aufl., Berlin 2017 (zitiert: *Derleder/Knops/Bamberger-Bearbeiter*)
- Deuskar, Prachi / Wang, Jay / Wu, Youchang / Nguyen, Quoc*: The Dynamics of Hedge Fund Fees, Working Paper, März 2013 (SSRN ID 2354128)
- Dewatripont, Mathias / Tirole, Jean*: The Prudential Regulation of Banks, Cambridge/MA 1994 (zitiert: *Dewatripont/Tirole, Prudential Regulation*)
- Diamond, Douglas*: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, 51 Rev. Econ. Stud. 393–414 (1984)
- Dichev, Iliia / Yu, Gwen*: Higher risk, lower returns – What hedge fund investors really earn, 100 J. Fin. Econ. 248–263 (2011)
- Diller, Christian / Kaserer, Christoph*: What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?, 15 EFM 643–675 (2009)
- Diller, Martin / Arnold, Christian*: Vergütungsverordnung für Banken und Versicherungen: Pflicht zum Mobbing?, ZIP 2011, 837–845
- Dobrauz, Günther / Rosenauer, Philipp*: Side Pockets als spezielle Instrumente zur außerordentlichen Liquiditätssteuerung von Fund of Hedge Funds, ZFR 2010, 62–67
- Dornseifer, Frank*: Bedarf es einer Regulierung von Private Equity? – Eine Replik auf die Maßnahmen der Bundesregierung, in: Leible, Stefan / Lehmann, Matthias (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, Jena 2009, S. 77–86 (zitiert: *Dornseifer, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity*)
- ders. / Pütz, Achim*: EU-Richtlinienentwurf für Alternative-Investment-Fondsmanager, AR 2009, 54–59
- ders. / Jesch, Thomas / Klebeck, Ulf / Tollmann, Claus*: AIFM-Richtlinie – Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, Kommentar, München 2013 (zitiert: *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann-Bearbeiter*)
- Drechsler, Itamar*: Risk Choice under High-Water Marks, 27 Rev. Fin. Stud. 2052–2096 (2014)

- Dreher, Meinhard / Lange, Martin*: Die Vollharmonisierung der Versicherungsaufsicht durch Solvency II, *VersR* 2011, 825–834
- ders. / Ballmaier, Christoph*: Die unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (ORSA) nach Solvency II und VAG 2012, *VersR* 2012, 129–143
- ders.*: Die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation der Versicherungsgruppe nach Solvency II und VAG 2016, *WM* 2015, 649–661
- Driessen, Joost / Lin, Tse-Chun / Phalippou, Ludovic*: A New Method to Estimate Risk and Return of Nontraded Assets from Cash Flows: The Case of Private Equity Funds, *47 J. Fin. & Quant. An.* 511–535 (2012)
- Dutta, Sunil / Reichelstein, Stefan*: Accrual Accounting for Performance Evaluation, *10 Rev. Acc. Stud.* 527–552 (2005)
- Dzida, Boris / Naber, Sebastian*: Risikosteuerung durch variable Vergütung, *BB* 2011, 2613–2617
- Edwards, Franklin*: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management, *13 J. Econ. Persp.* 189–210 (1999)
- Eichengreen, Barry / Mathieson, Donald / Sharma, Sunil / Chadha, Bankim / Kodres, Laura E. / Jansen, Anne*: Hedge Funds and Financial Market Dynamics, IMF Occasional Paper No. 166, 15.05.1998
- Eidenmüller, Horst*: Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Theorie des Rechts, 3. Aufl., Tübingen 2005 (zitiert: *Eidenmüller, Effizienz*)
- ders.*: Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts, *ZHR* 171 (2007), 644–683
- ders.*: Regulierung von Finanzinvestoren, *DStR* 2007, 2116–2121
- Eilers, Stephan / Koffka, Nils / Mackensen, Marcus* (Hrsg.): Private Equity – Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien, 2. Aufl., München 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: *Eilers/Koffka/Mackensen* (Hrsg.), *Private Equity*)
- ders. / Rödding, Adalbert / Schmalenbach, Dirk* (Hrsg.): Unternehmensfinanzierung – Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Rechnungslegung, 2. Aufl., München 2014 (zitiert:

- Bearbeiter*, in: Eilers/Rödding/Schmalenbach (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung)
- Einmahl*, Matthias: Die Preispolitik großer deutscher Investmentfondsgesellschaften im Licht des AGB-Rechts, ZIP 2002, 381–388
- Einsele*, Dorothee: Bank- und Kapitalmarktrecht – Nationale und Internationale Bankgeschäfte, 3. Aufl., Tübingen 2014 (zitiert: *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht)
- Eisinger*, Jesse / *Bernstein*, Jake: The Magnetar Trade: How One Hedge Fund Helped Keep the Bubble Going, ProPublica v. 09.04.2010 (<http://www.propublica.org/article/the-magnetar-trade-how-one-hedge-fund-helped-keep-the-housing-bubble-going>)
- Elicker*, Michael / *Rech*, Daniel: Luxemburgisches AIFMG: Kann das kleine Großherzogtum an seine Erfolge mit dem OGAW-Label anknüpfen? RdF 2014, 106–113
- Elliott*, Douglas / *Rauch*, Christian: Lessons from the implementation of the Volcker Rule for banking structural reform in the European Union, SAFE White Paper No. 13, April 2014 ([http://safe-frankfurt.de/uploads/media/Elliott\\_Rauch\\_Volcker\\_Rule\\_Lessons.pdf](http://safe-frankfurt.de/uploads/media/Elliott_Rauch_Volcker_Rule_Lessons.pdf))
- Elser*, Thomas / *Dürschmidt*, Daniel: Besteuerung des Carried Interest und verbindliche Auskunft bei Private Equity Fonds, FR 2010, 1075–1081
- Elser*, Thomas / *Stadler*, Rainer: Einschneidende Änderungen der Investmentbesteuerung nach dem nunmehr in Kraft getretenen AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz, DStR 2014, 233–241
- Elton*, Edwin / *Gruber*, Martin / *Blake*, Christopher: Incentive Fees and Mutual Funds, 58 J. Fin. 779–804 (2003)
- Emde*, Thomas / *Dornseifer*, Frank / *Dreibus*, Alexandra / *Hölscher*, Luise: Investmentgesetz mit Bezügen zum Kapitalanlagegesetzbuch, Kommentar, 1. Aufl., München 2013 (zitiert: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher-Bearbeiter*)
- ders.* / *Dreibus*, Alexandra: Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, BKR 2013, 89–102
- Engert*, Andreas: Die Regulierung von Investmentfonds, in: Ott, Claus / Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Sozialschutzprinzips im Zivilrecht – Vor

einem Paradigmenwechsel im Zivilrecht? Beiträge zum IX. Travemünder Symposium zur ökonomischen Analyse des Rechts (24.-27. März 2004), Tübingen 2004, S. 198–232 (zitiert: *Engert*, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), *Ökonomische Analyse*)

*ders.*: Transnational Hedge Fund Regulation, *EBOR* 11 (2010), 329–378

*ders.*: Warum lässt das Bankaufsichtsrecht Regulierungsarbitrage zu?, *ZBB* 2012, 383–387

*ders.*: Die Regulierung der Vergütung von Fondsmanagern – zum Umgang mit Copy-paste-Gesetzgebung nach der Finanzkrise, *ZBB* 2014, 108–123

*Ernstberger, Philip / Herz, Bernhard*: Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, in: *Leible, Stefan / Lehmann, Matthias* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?*, Jena 2009, S. 33–46 (zitiert: *Ernstberger/Herz*, in: *Leible/Lehmann* (Hrsg.), *Hedgefonds und Private Equity*)

*Ewens, Michael / Jones, Charles / Rhodes-Kropf, Matthew*: The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, *26 Rev. Fin. Stud.* 1854–1889 (2013)

*Fahlenbrach, Rüdiger / Stulz, René*: Bank CEO Incentives and the Credit Crisis, *99 J. Fin. Econ.* 11–26 (2011)

*Fama, Eugene*: The Behaviour of Stock Market Prices, *38 J. Bus.* 34–105 (1965)

*ders.*: Efficient Capital Markets – A Review of Theory and Empirical Work, *25 J. Fin.* 383–417 (1970)

*ders.*: Agency Problems and the Theory of the Firm, *88 J. Pol. Econ.* 288–307 (1980)

*ders. / Jensen, Michael*: Separation of Ownership and Control, *26 J. L. & Econ.* 301–325 (1983)

*ders. / Jensen, Michael*: Agency Problems and Residual Claims, *26 J. L. & Econ.* 327–349 (1983)

*ders./ French, Kenneth*: Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *33 J. Fin. Econ.* 3–56 (1993)

*dies.*: International tests of a five-factor asset pricing model, *123 J. Fin. Econ.* 441–463 (2017)

*Fang, Lily / Ivashina, Victoria / Lerner, Josh*: The Disintermediation of Financial Mar-

- kets: Direct Investing in Private Equity, 116 J. Fin. Econ. 160–178 (2015)
- Farkas-Richling, Dirk / Fischer, Thomas / Richter, Andreas* (Hrsg.): Private Banking und Family Office, 2. Aufl., Stuttgart 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Farkas-Richling/Fischer/Richter (Hrsg.), Private Banking)
- Faulkender, Michael / Kadyrzhanova, Dalida / Prabhala, Nagpurnanand / Senbet, Lemma*: Executive Compensation: An Overview of Research on Corporate Practices and Proposed Reforms, 22 J. App. Corp. Fin. 107–118 (2010)
- ders. / Yang, Jun*: Is Disclosure an Effective Cleansing Mechanism? The Dynamics of Compensation Peer Benchmarking, 26 Rev. Fin. Stud. 806–839 (2013)
- Feess, Eberhard / Wohlschlegel, Ansgar*: Bank Capital Requirements and Mandatory Deferral of Compensation, Working Paper v. 23.07.2014 (SSRN ID 2470444)
- Feldhaus, Heiner-Georg / Veith, Amos* (Hrsg.): Frankfurter Kommentar zu Private Equity – Darstellung der Grundlagen des Private-Equity-Geschäfts und Kommentierung des UBGG und des WKBG, 1. Aufl., Frankfurt a. M. 2009 (zitiert: Feldhaus/Veith-Bearbeiter)
- Feldhoff, Michael*: Staat und Rechnungslegung – Eine regulierungstheoretische Perspektive, WPg 1994, 529–536
- Ferran, Eilís*: After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU, EBOR 12 (2011) 379–414
- Filbert, Dirk / Klein, Werner / Kramarsch, Michael*: Top-Managementvergütung – Status quo, regulatorisches Umfeld und notwendige Evolutionen, ZfgK 2009, 525–529
- Fischer, Carsten / Friedrich, Till*: Investmentaktiengesellschaft und Investmentkommanditgesellschaft unter dem Kapitalanlagegesetzbuch, ZBB 2013, 153–163
- Fischer-Appelt, Dorothee*: The European Securities and Markets Authority: The Beginnings of a Powerful European Securities Authority?, Law & Fin. M. Rev. 2011, 21–32
- Fitzpatrick, Dan*: Calpers to Exit Hedge Funds – Pension Plan to Shed \$4 Billion Investment to Simplify Its Assets, Reduce Costs, WSJ Online v. 15.09.2014 (<http://online.wsj.com/articles/calpers-to-exit-hedge-funds-1410821083>)

- Fleischer*, Holger: Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185–224
- ders.*: Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, NZG 2009, 801–806
- ders.* / *Bedkowski*, Dorothea: "Say on Pay" im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG, AG 2009, 677–686
- Fleischer*, Victor: The Missing Preferred Return, 31 J. Corp. L. 77–118 (2005)
- ders.*: Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds, 83 NYU L. Rev. 1–59 (2008)
- ders.*: Regulatory Arbitrage, 89 Tex. L. Rev. 227–290 (2010)
- ders.*: Stop Universities From Hoarding Money, New York Times Online v. 19.08.2015 ([http://www.nytimes.com/2015/08/19/opinion/stop-universities-from-hoarding-money.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/08/19/opinion/stop-universities-from-hoarding-money.html?_r=0))
- Foley*, Stephen: Getting to the bottom of hedge fund fees, Financial Times Online v. 23.02.2015 (<http://www.ft.com/cms/s/0/1d0723cc-bb31-11e4-a31f-00144feab7de.html>)
- ders.*: Bill Gross suit throws up battle of Pimco bonus pool – Central question of complaint asks how much is a star bond investor worth, FT Online v. 09.10.2015 (<http://www.ft.com/cms/s/0/2f2846c6-6dfb-11e5-8171-ba1968cf791a.html>)
- Forschner*, Julius: Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht – Eine Untersuchung zum Verhältnis der §§ 31 ff. WpHG und zivilrechtlichem Beratungsvertrag, Tübingen 2013 (zugl. Diss. Univ. Tübingen 2013) (zitiert: *Forschner*, Wechselwirkungen)
- Foster*, Dean / *Young*, Peyton: Gaming Performance Fees by Portfolio Managers, 125 Q. J. Econ. 1435–1458 (2010)
- Franck*, Jens-Uwe: Vom Wert ökonomischer Argumente bei Gesetzgebung und Rechtsfindung für den Binnenmarkt, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis, 2. Aufl., Berlin 2010, S. 159–188 (zitiert: *Franck*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre)
- Frank*, Alexander: Die Rechtswirkungen der Leitlinien und Empfehlungen der Europäi-

- schen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Baden-Baden 2012 (zugl. Diss. Univ. Augsburg 2011) (zitiert: *Frank*, Leitlinien und Empfehlungen)
- Franzoni*, Francesco / *Nowak*, Erik / *Phalippou*, Ludovic: Private Equity Performance and Liquidity Risk, 67 J. Fin. 2341–2373 (2012)
- Freitag*, Robert: Die „Investmentkommanditgesellschaft“ nach dem Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, NZG 2013, 329–336
- Freixas*, Xavier / *Rochet*, Jean-Charles: Microeconomics of Banking, 2. Aufl., Cambridge/MA 2008 (zitiert: *Freixas/Rochet*, Microeconomics of Banking)
- French*, Kenneth: Presidential Address: The Cost of Active Investing, 63 J. Fin. 1537–1573 (2008)
- Friebel*, Guido / *Langenbucher*, Katja: Die Institutsvergütungsverordnung: Ist Verantwortung für Misserfolge im Finanzsektor möglich?, GWR 2011, 103–105
- Friederichs*, Karl / *Köhler*, Stefan: Gesetz zur Förderung von Wagniskapital beschlossen, DB 2004, 1638–1640
- Friedrich*, Till / *Bühler*, Timo: Bankaufsichtsrechtliche Aspekte der Verwaltung von Darlehensfonds, WM 2015, 911–917
- Fritsch*, Michael / *Wein*, Thomas / *Ewers*, Hans-Jürgen: Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 4. Aufl., München 2007 (zitiert: *Fritsch/Wein/Ewers*, Marktversagen)
- Früchtl*, Bernd: Der sog. Carried Interest im internationalen Steuerrecht – die deutsche Perspektive, IStR 2009, 604–610
- Fung*, William / *Hsieh*, David: Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies – The Case of Hedge Funds, 10 Rev. Fin. Stud. 275–302 (1997)
- dies.*: Survivorship bias and investment style in the returns of CTAs: The information content of performance track records, 24 J. Port. Man. 30–41 (1997)
- dies.*: A primer on hedge funds, 6 J. Emp. Fin. 309–331 (1999)
- dies.*: Measuring the Market Impact of Hedge Funds, 7 J. Emp. Fin. 1–36 (2000)
- dies.*: Hedge Fund Benchmarks – A Risk-Based Approach, 60 Fin. An. J. 65–80 (2004)
- dies.* / *Naik*, Narayan / *Ramadorai*, Tarun: Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital

Formation, 63 J. Fin. 1777–1803 (2008)

*Gätsch*, Enrico: Fiduziarität und Vergütungsautonomie im Vorstandsrecht – Zur zivilvertraglichen, aktien- und verfassungsrechtlichen Kohärenz einer Vergütungsobergrenze, Köln 2016 (zugl. Diss. Univ. Freiburg 2015) (zitiert: Gätsch, Fiduziarität und Vergütungsautonomie)

*Gerenkamp/Kuklick*, Die Regulierung der Anreiz- und Vergütungssysteme von Banken vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agent-Theorie, ZBB 2011, 430–442

*Gibbons*, Robert / *Murphy*, Kevin: Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence, 100 J. Pol. Econ. 468–505 (1992)

*Gillenkirch*, Robert: Entwicklungsleitlinien in der Managementvergütung, BFuP 2008, 1–17

*Girish*, Reddy / *Brady*, Peter / *Patel*, Kartik: Are Fund of Funds Simply Multi-Strategy Managers with Extra Fees?, 10 J. Alt. Inv. 49–61 (2007)

*Gladen*, Werner: Performance Measurement – Controlling mit Kennzahlen, 6. Aufl., Wiesbaden 2014 (zitiert: *Gladen*, Performance Measurement)

*Goetzmann*, William / *Ingersoll*, Jonathan / *Ross*, Stephen: High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts, 58 J. Fin. 1685–1717 (2003)

*ders.* / *Ingersoll*, Jonathan / *Spiegel*, Matthew: Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-proof Performance Measures, 20 Rev. Fin. Stud. 1503–1546 (2007)

*Göx*, Robert / *Heller*, Uwe: Risiken und Nebenwirkungen der Offenlegungspflicht von Vorstandsbezügen: Individual- vs. Kollektivausweis, ZfbF 2008, 98–123

*Goltz*, Felix / *Schröder*, David: Hedge fund reporting, in: Athanassiou, Phoebus (Hrsg.), Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments, Cheltenham/UK 2012, S. 170–194 (zitiert: *Goltz/Schröder*, in: Athanassiou (Hrsg.), Alternative Investments)

*Gomber*, Peter / *Nassauer*, Frank: Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, ZBB 2014, 250–260

*Gompers*, Paul / *Lerner*, Josh: An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership, 51 J. Fin. Econ. 3–44 (1999)

- dies.*: Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations, 55 J. Fin. Econ. 281–325 (2000)
- dies.*: The Venture Capital Revolution, 15 J. Econ. Persp. 145–168 (2001)
- Gottschalg*, Oliver / *Kreuter*, Bernd / *Phalippou*, Ludovic: Kostenstrukturen von Private-Equity-Fonds, AR 2007, 48–55
- Gottschling*, Carolin / *Schatz*, Christian: Investmentbesteuerung: Praktische Auswirkungen des AIMF-StAnpG insbesondere hinsichtlich ausländischer geschlossener Private Equity-, Immobilien- und Infrastrukturfonds, ISR 2014, 30–35
- Graumann*, Mathias: Controlling – Begriff, Elemente, Methoden und Schnittstellen, 3. Aufl., Düsseldorf 2011 (zitiert: *Graumann*, Controlling)
- Greenbaum*, Stuart / *Thakor*, Anjan: Contemporary Financial Intermediation, 2. Aufl., London 2007 (zitiert: *Greenbaum/Thakor*, Financial Intermediation)
- Grene*, Sophia / *Newlands*, Chris: On the cusp of a new gold standard for regulated funds, FT Online v. 27.07.2014 (<http://www.ft.com/cms/s/0/64e6fb1c-1286-11e4-a6d4-00144feabdc0.html>)
- Griffin*, John / *Xu*, Jin: How Smart Are the Smart Guys? A Unique View from Hedge Fund Stock Holdings, 22 Rev. Fin. Stud. 2531–2570 (2009)
- Grinblatt*, Mark / *Titman*, Sheridan: Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts, 35 Man. Science 807–822 (1989)
- Groeger*, Axel: Begrenzung der Managervergütungen bei Banken durch staatliche Regulierung?, RdA 2011, 287–293
- Groß*, Thomas: Unabhängige EU-Agenturen – eine Gefahr für die Demokratie?, JZ 2012, 1087–1093
- Grossman*, Sanford / *Hart*, Oliver: Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation, 11 Bell J. Econ. 42–69 (1980)
- Guo*, Shourun / *Hotchkiss*, Edith / *Song*, Weihong: Do Buyouts (Still) Create Value?, 66 J. Fin. 479–517 (2011)
- Habersack*, Mathias / *Mayer*, Christian: Die überschießende Umsetzung von Richtlinien, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), Europäische Methodenlehre – Handbuch für

- Ausbildung und Praxis, 2. Aufl., Berlin 2010, S. 425–461 (zitiert: *Habersack/Mayer*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre)
- Häde*, Ulrich: Jenseits der Effizienz: Wer kontrolliert die Kontrolleure? – Demokratische Verantwortlichkeit und rechtsstaatliche Kontrolle der europäischen Finanzaufsichtsbehörden, *EuZW* 2011, 662–666
- Haentjens*, Matthias: Bank Recovery and Resolution: An Overview of International Initiatives, *IILR* 2014, 255–270
- Haisch*, Martin / *Helios*, Marcus: Investmentsteuerrechtsreform aufgrund AIFMD und KAGB, *BB* 2013, 23–33
- dies.*: Investmentsteuerreform aufgrund KAGB und AIFM-StAnpG – Änderungen noch möglich, *BB* 2013, 1687–1700
- Haldane*, Andrew: The Dog and the Frisbee, Federal Reserve Bank of Kansas City’s 366th economic policy symposium, Jackson Hole, Wyoming, Rede v. 31.08.2012, Manuskript und Diskussionspapier (<http://www.bis.org/review/r120905a.pdf>)
- Hall*, Brian / *Murphy*, Kevin: Optimal Exercise Price for Executive Stock Options, 90 *Am. Econ. Rev.* 209–214 (2000)
- Hamdan*, Rayann / *Pavlovsky*, Fabien / *Roncalli*, Thierry / *Zheng*, Ban: A Primer on Alternative Risk Premia, Working Paper, April 2016 (SSRN ID 2766850)
- Hankova*, Andrea / *Lhabitant*, François-Serge, Europe’s hedge fund industry – an overview, in: Athanassiou, Phoebus (Hrsg.), *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*, Cheltenham/UK 2012, S. 63–88 (zitiert: *Hankova/Lhabitant*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Hanten*, Mathias / *Reinholz*, Petra: Das Vermögensanlagengesetz, *ZBB* 2012, 36–49
- Harris*, Robert / *Jenkinson*, Tim / *Stucke*, Rüdiger: Are Too Many Private Equity Funds Top Quartile? 24 *J. App. Corp. Fin.* 77–89 (2012)
- Harris*, Robert / *Jenkinson*, Tim / *Kaplan*, Steven: Private Equity Performance: What Do We Know?, 69 *J. Fin.* 1851–1882 (2014)
- Harrison*, David: Hedge fund regulation through competition law principles – some reflections, in: Athanassiou, Phoebus (Hrsg.), *Research Handbook on Hedge Funds*,

- Private Equity and Alternative Investments, Cheltenham/UK 2012, S. 268–290 (zitiert: *Harrison*, in: Athanassiou (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Hartenfels*, Holger: Die Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister („EMIR“), *ZHR* 178 (2014), 173–212
- Hartmann-Wendels*, Thomas / *Pfingsten*, Andreas / *Weber*, Martin: *Bankbetriebslehre*, 6. Aufl., Heidelberg 2015 (zitiert: *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber*, *Bankbetriebslehre*)
- Hartrott*, Sebastian / *Goller*, Sascha: Immobilienfonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, *BB* 2013, 1603–1612
- Harvey*, Campbell / *Liu*, Yan / *Zhu*, Heqing: ...and the Cross-Section of Expected Returns, *29 Rev. Fin. Stud.* 5–68 (2016)
- Hasanhodzic*, Jasmina / *Lo*, Andrew: Can Hedge-Fund Returns be replicated? The Linear Case, *5 J. Inv. Man.* 5–45 (2007)
- Hayes*, Rachel / *Schaefer*, Scott: CEO Pay and the Lake Wobegon Effect, *94 J. Fin. Econ.* 280–290 (2009)
- Hellwig*, Martin: Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance, *SZVS* 1995, 723–737
- Henderson*, Todd: Justifying Jones, *77 U. Chi L. Rev.* 1027–1053 (2010)
- Hermalin*, Benjamin / *Weisbach*, Michael: Information Disclosure and Corporate Governance, *67 J. Fin.* 195–233 (2012)
- Herresthal*, Carsten: Die vertragsrechtlichen Folgen der Honoraranlageberatung nach dem WpHG, *WM* 2014, 773–783
- Herring*, Frank / *Loff*, Detmar: Die Verwaltung alternativer Investmentvermögen nach dem KAGB-E – Bestimmung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, Master-AIF-KVG-Strukturen, Typenzwang und deren Auswirkungen auf die Verwaltung, *DB* 2012, 2029–2036
- ders.* / *Kunschke*, Dennis: Einsatz von Drittvertrieben durch Kapitalverwaltungsgesellschaften – ein Fall der Auslagerung nach § 36 KAGB?, *WM* 2016, 298–304
- Herrmann*, Carl / *Heuer*, Gerhard / *Raupach*, Arndt: *Einkommensteuer- und Körper-*

- schaftsteuergesetz: EStG KStG, Loseblatt-Kommentar, 274. Aktualisierung, Köln 2016 (zitiert: Herrmann/Heuer/Raupach-Bearbeiter)
- Hesse, Burc / Lamsa, Michael*: Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) – Ein erster Überblick über die bevorstehende Regulierung insbesondere von Private-Equity-Investoren in Deutschland, CFL 2011, 39–47
- Hesse, Katharina*: Die Veröffentlichungspflicht für Vorstandsvergütung nach Gesellschafts- Verfassungs- und Europarecht, Baden-Baden 2013 (zugl. Diss. Univ. Münster 2012) (zitiert: *Hesse, Veröffentlichungspflicht*)
- Heuchemer, Frank-Karl / Kloft, Verena*: Neue Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten (Instituts-Vergütungsverordnung), WM 2010, 2241–2248
- Heun-Rehn, Stefan / Lang, Sonja / Ruf, Isabelle*: Neue (Un-)Klarheit bezüglich Innenprovisionen und Rückvergütungen bei Kapitalanlagen, NJW 2014, 2909–2913
- Hinz, Richard / Mataoanu, Anca*: in: Evans, John / Orszag, Michael / Piggott, John (Hrsg.), Pension Fund Governance – A Global Perspective on Financial Regulation, Cheltenham/UK 2008, S. 99–138 (zitiert: *Hinz/Mataoanu*, in: Evans/Orszag/Piggott (Hrsg.), Pension Fund Governance)
- Hirshleifer, David*: Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation, 14 EFM 856–874 (2008)
- Hoffmann, Florian / Inderst, Roman / Opp, Marcus*: Regulating Deferred Incentive Pay, Working Paper, März 2014 (SSRN ID 2284337)
- Hoffmann, Jochen / Bartlitz, David*: Zeitenwende: Aufklärungspflicht auch über Innenprovisionen, ZIP 2014, 1505–1513
- Hoffmann, Sebastian / Detzen, Dominic*, ESMA – Praktische Implikationen und kritische Würdigung der neuen Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, DB 2011, 1261–1264
- Hohaus, Benedikt / Koch-Schulte, Barbara*: Manager in Private-Equity-Transaktionen, in: Birk, Dieter (Hrsg.), Transaktionen, Vermögen, Pro Bono – Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P+P Pöllath + Partners, München 2008, S. 93–114 (zi-

- tiert: *Hohaus/Koch-Schulte*, in: FS Pöllath)
- Hohenstatt*, Klaus-Stefan / *Kuhnke*, Michael: Vergütungsstruktur und variable Vergütungsmodelle für Vorstandsmitglieder nach dem VorstAG, ZIP 2009, 1981–1989
- Holmström*, Bengt: Moral Hazard and Observability, 10 Bell J. Econ. 74–91 (1979)
- Hopt*, Klaus: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken: Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975 (*Hopt*, Kapitalanlegerschutz)
- Horan*, Stephen / *Johnson*, Bruce: Can Third-Party Payments Benefit the Principal? The Case of Soft Dollar Brokerage, 28 Int. Rev. L. & Econ. 56–77 (2008)
- Hotchkiss*, Edith / *Smith*, David / *Strömberg*, Per: Private Equity and the Resolution of Financial Distress, ECGI Finance Working Paper No. 331/2012 v. 13.03.2014 (SSRN ID 1787446)
- Hovenkamp*, Herbert: Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control, 4 Va. L. & Bus. Rev. 373–402 (2009)
- Huang*, Jing-Zhi / *Wang*, Ying: Hedge Funds and the Financial Crisis, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), *Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, Hoboken/NJ 2013, S. 521–539 (zitiert: *Huang/Wang*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Hüther*, Niklas: *Essays in Delegated Portfolio Management*, Köln 2014 (zugl. Diss. Univ. Köln 2014) (zitiert: *Hüther*, *Delegated Portfolio Management*)
- Hüttenbrink*, Alexander / *Kaserer*, Christoph / *Rapp*, Marc Steffen: *Vorstandsvergütung und geschäftspolitische Risiken bei Banken – Vergütungsanreize und Risikoverhalten in europäischen und US-amerikanischen Banken im Zuge der Finanzmarktkrise*, ZBB 2012, 1–11
- Hull*, John: *Options, Futures, And Other Derivatives*, 8. Aufl., Harlow 2012 (zitiert: *Hull*, *Derivatives*)
- ders.*: *Risk Management and Financial Institutions*, 3. Aufl., Hoboken 2012 (zitiert: *Hull*, *Risk Management*)
- Ibbotson*, Roger / *Chen*, Peng / *Zhu*, Kevin: *The ABCs of Hedge Funds: Alphas, Betas*,

- and Costs, 67 Fin. An. J. 15–25 (2011)
- Inderst*, Georg: Infrastructure as an Asset Class, 15 EIB Papers 70–104 (2010)
- Inderst*, Roman / *Pfeil*, Sebastian: Securitization and Compensation in Financial Institutions, 17 Rev. Fin. 1323–1364 (2013)
- Insam*, Alexander / *Hinrichs*, Lars / *Hörtz*, Martin: Vergütungssysteme nach der Instituts-Vergütungsverordnung – Aktuelle ungeklärte und geklärte Rechtsfragen, DB 2012, 1568–1572
- ders.* / *Heisterhagen*, Christoph / *Hinrichs*, Lars: Neue Vergütungsregelungen für Manager von Kapitalverwaltungsgesellschaften – Variable Vergütung (to be) reloaded, DStR 2014, 913–918
- Jaeger*, Klaus: Was taugt der interne Zinsfuß als Renditekennziffer? Eine verhaltenstheoretisch fundierte Methode der Renditeermittlung von Kapitalanlagen, VW 2006, 1747–1751 (Teil 1) und 1847–1850 (Teil 2)
- Jäger*, Lars / *Maas*, Gero / *Renz*, Hartmut: Compliance bei geschlossenen Fonds – Ein Überblick, CCZ 2014, 63–74
- Jaecklin*, Stefan / *Gamper*, Florian / *Shah*, Amit: Domiciles of Alternative Investment Funds, Oliver Wyman Financial Services, Report 2011 (<http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/Domicile-of-Alternative-Investment-Funds.pdf>) (zitiert: *Jaecklin/Gamper/Shah*, Oliver Wyman Report 2011)
- Jank*, Stephan / *Smajlbegovic*, Esad: Dissecting Short-Sale Performance: Evidence from Large Position Disclosures, Working Paper v. 10.08.2015 (SSRN ID 2631266)
- Jansen*, Bela / *Greger*, Veronika: InvStG 2018: Übergang zum neuen Recht, erste Praxis- und Anwendungsfragen, BB 2018, 407–411
- Jensen*, Jens: Jahresverlust und variable Vergütung – Banken im Spannungsfeld zwischen Instituts-vergütungsverordnung und Arbeitsrecht, BB 2014, 2869–2873
- Jensen*, Michael: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964, 12 J. Fin. 389–416 (1968)
- ders.*: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964, 23 J. Fin. 389–416 (1968)

- ders. / Meckling, William*: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency-Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305–360 (1976)
- ders.*: Eclipse of the Public Corporation, 67 Harv. Bus. Rev. 61–74 (1989)
- Jesch, Thomas / Striegel, Andreas / Boxberger, Lutz* (Hrsg.): Rechtshandbuch Private Equity, 1. Aufl., München 2010 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Private Equity)
- ders. / Aldinger, Adrian*: EU-Verordnungsvorschlag über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) – Wer wagt, gewinnt?, RdF 2012, 217–224
- ders. / Alten, Klaus*: Erlaubnisantrag für Kapitalverwaltungsgesellschaften nach §§ 21 ff. KAGB – bisherige Erkenntnisse und offene Fragen, RdF 2013, 191–200
- ders.*: Private-Equity-Fonds – Strukturierung und Vertrieb unter dem KAGB, RdF 2014, 180–188
- ders. / Klebeck, Ulf / Bragrock, Christopher*: Deutschland, in: Jesch, Thomas / Klebeck, Ulf / Dobrauz, Günther (Hrsg.), Investmentrecht – Handbuch zum Investmentrecht in Deutschland, Österreich, Schweiz, Luxemburg und Liechtenstein, München 2014 (zitiert: *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: Jesch/Klebeck/Dobrauz (Hrsg.), Investmentrecht)
- John, Kose / Saunders, Anthony / Senbet, Lemma*: A Theory of Bank Regulation and Management Compensation, 13 Rev. Fin. Stud. 95–125 (2000)
- John, Olaf / Vishkai, Reza*: Farmland als Investmentalternative für institutionelle Investoren, AR 2014, 54–59
- Jorion, Philippe / Schwarz, Christopher*: Are hedge fund managers systematically misreporting? Or not? 111 J. Fin. Econ. 311–327 (2014)
- Jowett, Paul / Jowett, Françoise*: Private Equity – The German Experience, London 2011 (zitiert: *Jowett/Jowett*, German Private Equity)
- Kaal, Wulf*: Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act, 50 San Diego L. Rev. 243–322 (2013)
- Kahn, Ronald / Scanlan, Matthew / Siegel, Laurence*: Five Myths about Fees, 8 J. Port. Man. 1–16 (2006)

- Kahnemann, Daniel: Thinking, fast and slow, 1. Aufl., New York 2011 (zitiert: Kahnemann, Thinking)*
- Kaiser, Dieter: Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlageklasse, 2. Aufl., Wiesbaden 2009 (zitiert: Kaiser, Hedgefonds)*
- Kalss, Susanne: Kapitalmarktrecht – bis es implodiert ..., EuZW 2015, 569–570*
- Kaplan, Steven: Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value, 44 J. Fin. 611–632 (1989)*
- ders. / Strömberg, Per: Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, 70 Rev. Econ. Stud. 281–315 (2003)*
- ders. / Schoar, Antoinette: Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, 60 J. Fin. 1791–1823 (2005)*
- ders. / Strömberg, Per: Leveraged Buyouts and Private Equity, 23 J. Econ. Persp. 121–146 (2009)*
- Kapteina, Matthias / Davis, Christopher: Die ordnungsgemäße Verwahrung durch Verwahrstellen und Unterverwahrer nach dem neuen Kapitalanlagegesetzbuch, WM 2013, 1977–1983*
- Kaserer, Christoph / Wagner, Niklas / Achleitner, Ann-Kristin: Managing Investment Risk of Institutional Private Equity Investors – The Challenge of Illiquidity, in: Frenkel, Michael / Hommel, Ulrich / Rudolf, Markus (Hrsg.), Risk Management – Challenge and Opportunity, 2. Aufl., Heidelberg 2005, S. 259–277 (zitiert: Kaserer/Wagner/Achleitner, in: Frenkel/Hommel/Rudolf (Hrsg.), Risk Management)*
- ders. / Achleitner, Ann-Kristin / v. Einem, Christoph / Schiereck, Dirk: Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Abdruck des Forschungsgutachtens fe 3/06 „Erwerb und Übernahme durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften)“ für das Bundesministerium der Finanzen, Norderstedt 2007 (zitiert: Kaserer/Achleitner/v. Einem/Schiereck, Private Equity in Deutschland)*
- ders. / Lahr, Henry / Liebhardt, Valentin / Mattler, Alfred: The Time-Varying Risk of Listed Private Equity, 28 J. Fin. Tran. 87–93 (2010)*

- ders.*: Return Attribution in Mid-Market Buy-Out Transactions – New Evidence from Europe, CEFS Working Paper 2011-01 v. 19.10.2011 (SSRN ID 1946110)
- ders. / Stucke*, Rüdiger: Performance of Private Equity, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), *Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, Hoboken/NJ 2013, S. 323–344 (zitiert: *Kaserer/Stucke*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Kämmerer*, Jörn Axel: Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS) – Modell für eine europäisierte Verwaltungsarchitektur?, *NVwZ* 2011, 1281–1288
- Kaufhold*, Ann-Katrin: Makroaufsicht über das Finanzsystem – Nationale und europäische Gremien im Strukturvergleich, *WM* 2013, 1877–1884
- Kempf*, Alexander: Lohnt aktives Fondsmanagement aus Anlegersicht? Ein Vergleich von Anlagestrategien in aktiv und passiv verwalteten Aktienfonds, *ZfB* 2003, 201–224
- Kestler*, Achim: Finanzierung junger Unternehmen mit Risikokapital – eine systematische und verfassungsrechtliche Analyse ausgewählter steuerlicher Problemkreise in Deutschland, USA und Großbritannien, Baden-Baden 2011 (zugl. Diss. Univ. Augsburg 2011) (zitiert: *Kestler*, *Risikokapital*)
- Khandani*, Amir / *Lo*, Andrew: What happened to the quants in August 2007? Evidence from factors and transactions data, *14 J. Fin. M.* 1–46 (2011)
- Khorana*, Ajay / *Servaes*, Henri / *Tufano*, Peter: Mutual Fund Fees Around the World, *22 Rev. Fin. Stud.* 1279–1310 (2009)
- Kind*, Sebastian / *Haag*, Stephan Alexander: Der Begriff des Alternative Investment Fund nach der AIFM-Richtlinie – geschlossene Fonds und private Vermögensanlagegesellschaften im Anwendungsbereich?, *DStR* 2010, 1526–1530
- Kirchner*, Christian: Die ökonomische Theorie, in: Riesenhuber, Karl (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis*, 2. Aufl., Berlin 2010, S. 132–158 (zitiert: *Kirchner*, in: Riesenhuber (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*)
- Klebeck*, Ulf: Neue Richtlinie für Verwalter von alternativen Investmentfonds?, *DStR* 2009, 2154–2160

- ders.*: Side Pockets, ZBB 2012, 30–35
- ders.* / Meyer, Catia: Drittstaatenregulierung der AIFM-Richtlinie, RdF 2012, 92–102
- ders.*: Auslagerung von Anlageverwaltungsfunktionen, RdF 2012, 225–231
- ders.* / Zollinger, Peter: Compliance-Funktion nach der AIFM-Richtlinie, BB 2013, 459–464
- ders.* / Kolbe, Sebastian: Aufsichts- und Arbeitsrecht im KAGB, BB 2014, 707–714
- ders.* / Loff, Detmar: Gesetzliche Vertreter und Repräsentanten im KAGB, DB 2014, 2635–2640
- Kling, Michael / Thomas, Stefan: Kartellrecht, 2. Aufl., München 2016 (zitiert: *Kling/Thomas*, Kartellrecht)
- Klöhn, Lars: Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006 (zugl. Diss. Univ. Göttingen 2005) (zitiert: *Klöhn*, Spekulation)
- ders.* / Hornuf, Lars: Crowdfunding in Deutschland – Markt Rechtslage und Regulierungsperspektiven, ZBB 2012, 237–266
- ders.*: Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des „verständigen Anlegers“ im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts, ZHR 177 (2013) 349–387
- Kloyer, Andreas: Der Anwendungsbereich des KAGB nach § 1 Abs. 1 des Gesetzes in der Beratungspraxis, in: Möllers, Thomas / Kloyer, Andreas (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013 (zitiert: *Kloyer*, in: Möllers/*ders.* (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch)
- Knieps, Günter: Wettbewerbsökonomie – Regulierungstheorie, Industrieökonomie, Wettbewerbspolitik, 3. Aufl., Heidelberg 2008 (zitiert: *Knieps*, Wettbewerbsökonomie)
- Knop, Lutz: Das Haftungsdach aus dem Blickwinkel des Aufsichtsrechts, BKR 2011, 89–99
- Kobabe, Rolf: KAGB gibt Marktteilnehmern keinen verlässlichen Rechtsrahmen an die

Hand, Börsen-Zeitung Online v. 11.11.2014 (<https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2014216802>)

*Kobbach, Jan / Anders, Dietmar*: Umsetzung der AIFM-Richtlinie aus Sicht der Verwahrstellen, NZG 2012, 1170–1172

*Koch, Jens*: Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, 485–493

*ders.*: Das Nebeneinander aufsichts- und zivilrechtlicher Beratungsvorgaben im Anlegerschutz – Handlungsbedarf für den Gesetzgeber?, ZBB 2014, 211–221

Kölnener Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, hrsg. v. *Hirte, Heribert / Möllers, Thomas* (zitiert: *KölnKommWpHG-Bearbeiter*)

*Köndgen, Johannes*: Effizienzorientierung im Kapitalmarktrecht?, in: *Fleischer, Holger / Zimmer, Daniel* (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt a. M. 2008, S. 100–139 (zitiert: *Köndgen*, in: *Fleischer/Zimmer* (Hrsg.), Effizienz)

*Körnert, Jan / Nehring, Oliver*: Boni für Bankiers – Regulierungsauftritt durch das Reichsgesetz über das Kreditwesen (RKWG), ZBB 2014, 188–196

*Kohtamäki, Natalia*: Die Reform der Bankenaufsicht in der Europäischen Union, Tübingen 2012 (zugl. Diss. Univ. Jena 2011) (zitiert: *Kohtamäki*, Bankenaufsicht)

*Kojima, Christopher / Murphy, Daniel*: Hitting the Curve Ball – Risk Management in Private Equity, 14 J. Priv. Eq. 18–42 (2010)

*Kort, Michael*: Die Regelung von Risikomanagement und Compliance im neuen KAGB – Vorbild für alle Kapitalgesellschaften?, AG 2013, 582–588

*ders. / Lehmann, Erik*: Risikomanagement und Compliance im neuen KAGB – juristische und ökonomische Aspekte, in: *Möllers, Thomas / Kloyer, Andreas* (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013, S. 197–220 (zitiert: *Kort/Lehmann*, in: *Möllers/Kloyer* (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch)

*Kosowski, Robert / Timmermann, Allan / Wermers, Russ / White, Hal*: Can Mutual Fund

- “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis, 61 J. Fin. 2551–2595 (2006)
- ders.* / Naik, Narayan / Teo, Melvyn: Do hedge funds deliver alpha? A Bayesian and bootstrap analysis, 84 J. Fin. Econ. 229–264 (2007)
- Kräkel, Matthias: Organisation und Management, 5. Aufl., Tübingen 2012 (zitiert: *Kräkel*, Organisation)
- Kramer, Robert / Recknagel, Ralf: Die AIFM-Richtlinie – Neuer Rechtsrahmen für die Verwaltung alternativer Investmentfonds, DB 2011, 2077–2084
- Krause, Martin / Klebeck, Ulf: Family Office und AIFM-Richtlinie – Zugleich eine Suche nach dem Regelungsadressat der AIFM-Richtlinie, BB 2012, 2063–2068
- dies.*: Fonds(anteils)begriff nach der AIFM-Richtlinie und dem Entwurf des KAGB, RdF 2013, 4–12
- Kremer, Thomas / Bachmann, Gregor / Lutter, Marcus / v. Werder, Axel (Hrsg.): Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 6. Aufl., München 2016 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Kremer/Bachmann/Lutter/v. Werder (Hrsg.), DCGK)
- Krismanek, Markus / Kol, Sothearith: "Genussrechtfonds" aus Liechtenstein – Alternativer Investmentfonds für deutsche Anleger und Anbieter?, BB 2014, 153–157
- Küffner, Thomas / Zugmaier, Oliver: Geschäftsführerleistungen in der Umsatzsteuer – die Odyssee geht weiter – Anmerkungen zum Schreiben des BMF v. 31.05.2007, IV A 5 - S 7100/07/0031 DStR 2007, 1241–1245
- Kumpan, Christoph: Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht – Eine Untersuchung zur Fremdinteressenwahrung und Unabhängigkeit, Tübingen 2014 (zitiert: *Kumpan*, Interessenkonflikt)
- ders.*: Das Verbot von Eigengeschäften für Banken – eine rechtsvergleichende Analyse, ZBB 2014, 201–211
- Kung, Edward / Pohlmann, Lawrence: Portable Alpha – Philosophy, Process, and Performance, 30 J. Port. Man. 78–87 (2004)
- Kurz, Antje-Irina: Vertrieb von Finanzprodukten in Deutschland – Überblick über die Anforderungen an den Vertrieb von Finanzprodukten nach KWG, Vermögensanla-

- gengesetz und KAGB-E, DB 2013, 501–507
- Lack*, Simon: *The Hedge Fund Mirage – The Illusion of Big Money and Why It’s Too Good to Be True*, Hoboken/NJ 2012 (zitiert: *Lack*, *Mirage*)
- Lambert*, Richard / *Larcker*, David: *Stock Options, Restricted Stock, and Incentives*, Working Paper 2004 (SSRN ID 527822)
- Lan*, Yingcong / *Wang*, Neng / *Yang*, Jingqiang: The economics of hedge funds, 110 J. Fin. Econ. 300–323 (2013)
- Landmann*, Robert / *Rohmer*, Gustav / *Marcks*, Peter (Hrsg.): *Gewerbeordnung und ergänzende Vorschriften, Kommentar, Loseblatt, 66. Aktualisierung*, München 2014 (zitiert: *Landmann/Rohmer-Bearbeiter*)
- Lange*, Markus: *Product Governance – Neue Anforderungen für die Konzeption und den Vertrieb von Finanzprodukten*, DB 2014, 1723–1729
- Langen*, Markus / *Schielke*, Christian / *Zöll*, Oliver: *Schluss mit Boni? Vergütung in Instituten nach der MaRisk-Novelle*, BB 2009, 2479–2485
- Langenbucher*, Katja: *Zur Zulässigkeit parlamentsersetzender Normgebungsverfahren im Europarecht*, ZEuP 2002, 265–286
- dies.*: *Anlegerschutz – Ein Bericht zu theoretischen Prämissen und legislativen Instrumenten*, ZHR 177 (2013), 679–701
- dies.* / *Bliesener*, Dirk / *Spindler*, Gerald (Hrsg.): *Bankrechts-Kommentar*, 2. Aufl., München 2016 (zitiert: *Langenbucher/Bliesener/Spindler-Bearbeiter*)
- Larenz*, Karl / *Canaris*, Claus-Wilhelm: *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*, 3. Aufl., Berlin 1995 (*Larenz/Canaris*, *Methodenlehre*)
- Laux*, Helmut: *Die Irrelevanz erfolgsorientierter Anreizsysteme bei bestimmten Kapitalmarktbedingungen – Der Einperiodenfall*, ZfB 1990, 1341–1358
- dies.*: *Die Irrelevanz erfolgsorientierter Anreizsysteme bei bestimmten Kapitalmarktbedingungen – Der Mehrperiodenfall*, ZfB 1991, 477–488
- Lemieux*, Thomas / *MacLeod*, Bentley / *Parent*, Daniel: *Performance Pay and Wage Inequality*, 124 Q. J. Econ. 1–49 (2009)
- Lehmann*, Matthias: *Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internatio-*

- nales Zuständigkeitsproblem, ZIP 2007, 1889–1898
- ders.* / *Manger-Nestler*, Cornelia: Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht, Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht, EuZW 2010, 87–92
- dies.*: Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem, ZBB 2011, 2–24
- dies.*: Einheitlicher Europäischer Aufsichtsmechanismus: Bankenaufsicht durch die EZB, ZBB 2014, 2–21
- Leible*, Stefan / *Lehmann*, Matthias: Das MoRaKG – ein zeitgemäßes Private-Equity-Gesetz für Deutschland?, NZG 2008, 729–734
- Lerch*, Marcus: Anlageberater als Finanzintermediäre, Tübingen 2015 (zugl. Diss. Bucerius Law School 2015) (zitiert: *Lerch*, Anlageberater)
- Lerner*, Josh / *Schoar*, Antoinette: The Illiquidity Puzzle – Theory and Evidence from Private Equity, 72 J. Fin. Econ. 3–40 (2004)
- ders.* / *Schoar*, Antoinette / *Wongsunwai*, Wan: Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle, 62 J. Fin. 731–764 (2007)
- ders.* / *Sørensen*, Morten / *Strömberg*, Per: Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation, 66 J. Fin. 445–477 (2011)
- ders.* / *Hardymon*, Felda / *Leamon*, Ann: Venture Capital and Private Equity – A Casebook, 5. Aufl., Hoboken/NJ 2012 (zitiert: *Lerner/Hardymon/Leamon*, Venture Capital and Private Equity)
- Leslie*, Phillip / *Oyer*, Paul: Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private Equity, Working Paper, Januar 2009 (SSRN ID 1341889)
- Leyens*, Patrick / *Schmidt*, Frauke: Corporate Governance durch Aktien-, Bankaufsichts- und Versicherungsaufsichtsrecht, AG 2013, 533–547
- Lhabitant*, François-Serge: Handbook of Hedge Funds, Chichester/UK 2006 (zitiert: *Lhabitant*, Hedge Funds)
- ders.*: Gebührenstrukturen traditioneller und alternativer Asset Management-Dienstleistungen – Bestandsaufnahme eines sich wandelnden Umfelds, in: Busack, Michael / Kaiser, Dieter (Hrsg.), Handbuch Alternative Investments, Bd. 1, Wies-

- baden 2006, S. 57–71 (zitiert: *Lhabitant*, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Liang*, Bing: On the Performance of Hedge Funds, 55 *Fin. An. J.* 72–85 (1999)
- ders.* / *Schwarz*, Christopher: Is Pay for Performance Effective? Evidence from the Hedge Fund Industry, Working Paper, März 2011 (SSRN ID 1333230)
- Lichtenberg*, Frank / *Siegel*, Donald: The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, 27 *J. Fin. Econ.* 165–194 (1990)
- Litvak*, Katherine: Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements, 76 *U. Chi. L. Rev.* 161–218 (2009)
- Ljungqvist*, Alexander / *Richardson*, Matthew: The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, NBER Working Paper No. 9454, Januar 2003 (SSRN ID 369600)
- ders.* / *Richardson*, Matthew / *Wolfenzon*, Daniel: The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence, ECGI Finance Working Paper No. 174/2007, Juni 2007 (SSRN ID 972640)
- Lo*, Andrew: Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview, 57 *Fin. An. J.* 16–33 (2001)
- ders.*: Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007–2008, 1 *J. Fin. Econ. Pol.* 4–43 (2009)
- Loomis*, Carol: The Jones Nobody Keeps Up With, *Fortune Magazine* April 1966, S. 237–247
- Löhnig*, Martin / *Jerger*, Christoph: Von Sozietäten entworfene Verträge – maßgeschneidert oder doch AGB?, *GWR* 2013, 239–242
- Löw*, Hans-Peter / *Glück*, Anja: Vergütung bei Banken im Spannungsfeld von Arbeits- und Aufsichtsrecht, *NZA* 2015, 137–142
- dies.*: Incentivepläne und ihre Terms & Conditions – AGB-Kontrolle bei Bonuszahlungen, *DB* 2015, 187–192
- dies.*: Anforderungen an die variable Vergütung nach der Institutsvergütungsverordnung, *BKR* 2015, 186–193

- Loff, Detmar / Klebeck, Ulf*: Fundraising nach der AIFM-Richtlinie und Umsetzung in Deutschland durch das KAGB, BKR 2012, 353–363
- Loritz, Karl-Georg / Wagner, Klaus-Richard*: Geschlossene Fonds: Prospektdarstellung von „weichen“ Kosten und Anlageberatungspflichten in der Rechtsprechung des BGH vor dem 1. 7. 2005 und danach, NZG 2013, 367–374
- ders. / Uffmann, Katharina*: Der Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) und Investmentformen außerhalb desselben – Erste Überlegungen, auch zum Auslegungsschreiben der BaFin v. 14.06.2013, WM 2013, 2193–2203
- ders. / Rickmers, Benedikt*: Unternehmensfinanzierung im Kapitalmarkt und Kapitalanlagegesetzbuch bei operativ tätigen Unternehmen, NZG 2014, 1241–1250
- Lowenstein, Roger*: When Genius Failed – The Rise and Fall of Long-Term Capital Management, New York 2000 (zitiert: *Lowenstein, Genius*)
- Lüdicke, Jochen / Arndt, Jan-Holger* (Hrsg.): Geschlossene Fonds, 6. Aufl., München 2013 (zitiert: *Bearbeiter*, in: *Lüdicke/Arndt* (Hrsg.), *Geschlossene Fonds*)
- Lüpkens, Jens-Walter*: Zulässigkeit und Zweckmäßigkeit aktienkursorientierter Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrats, Köln 2008 (zugl. Diss. Univ. Köln 2007) (zitiert: *Lüpkens, Aktienkursorientierte Vergütung*)
- Lüttringhaus, Jan*: Solvency II – Grundlagen der Reform des europäischen Versicherungsaufsichtsrechts und Auswirkungen der neuen Eigenmittelvorschriften, EuZW 2011, 822–828
- ders.*: Neue Governance- und Aufsichtsregeln für die europäische Versicherungswirtschaft nach Solvency II – Überblick über die qualitativen Anforderungen der zweiten und dritten Säule der Solvency II-Richtlinie 2009/138/EG sowie die neue Gruppenaufsichtsarchitektur, EuZW 2011, 856–860
- Majcen, Rolf*: Die globalen Hedgefonds-Domizile im Wettbewerb – ein Überblick über die rechtlichen Rahmenbedingungen der beliebtesten Hedgefonds-Standorte, Wien 2007 (zitiert: *Majcen, Hedgefonds-Domizile*)
- Malkiel, Burton*: Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, 50 J. Fin. 549–572 (1995)

- Mallaby*, Sebastian: *More Money than God*, New York 2010 (zitiert: *Mallaby*, Money)
- Mankiw*, Gregory: *Principles of Economics*, 5. Aufl., Mason/Ohio 2008 (zitiert: *Mankiw*, Principles of Economics)
- Markowitz*, Harry: *Portfolio Selection*, 7 J. Fin. 77–91 (1952)
- Marrs*, Nathaniel / *Hellebusch*, Louis / *Das*, Krishnakshi: Variations In Structuring „Whole Fund“ And “Deal By Deal” Carried Interest Or Promote In Real Estate Funds And Joint Ventures, 24 Real Est. Fin. J. 5–15 (2009)
- Massa*, Massimo / *Patgiri*, Rajdeep: Incentives and Mutual Fund Performance: Higher Performance or Just Higher Risk Taking?, 22 Rev. Fin. Stud. 1777–1815 (2009)
- Mathis*, Klaus: *Effizienz statt Gerechtigkeit? Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts*, 3. Aufl., Berlin 2009 (zitiert: *Mathis*, Effizienz)
- McCahery*, Joseph / *Vermeulen*, Erik: Private Equity Regulation – A Comparative Analysis, in: Cumming, Douglas (Hrsg.), *Private Equity – Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, S. 359–393, Hoboken/NJ 2010 (zitiert: *McCahery/Vermeulen*, in: Cumming (Hrsg.), *Private Equity*)
- McConnell*, John / *Servaes*, Henri: Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, 27 J. Fin. Econ. 595–612 (1990)
- Merkel*, Helmut: Zivilrechtliche Verpflichtungs- und Verfügungsverbote im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), in: Bitter, Georg / Ott, Claus / Schimansky, Herbert (Hrsg.), *Bankgeschäfte zwischen Markt, Regulierung und Insolvenz – Festschrift für Hans-Jürgen Lwowski zum 75. Geburtstag*, München 2014, S. 55–72 (zitiert: *Merkel*, in: FS Lwowski)
- Merkt*, Hanno: *Unternehmenspublizität – Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen 2001 (zitiert: *Merkt*, Unternehmenspublizität)
- ders.*: Fallen REIT-Aktiengesellschaften unter das KAGB?, BB 2013, 1986–1996
- Meschkowski*, Alexander / *Wilhelmi*, Frederike: Investorenschutz im Crowdfunding, BB 2013, 1411–1418
- Metrick*, Andrew / *Yasuda*, Ayako: The Economics of Private Equity Funds, 23 Rev. Fin.

Stud. 2303–2341 (2010)

*Milgrom, Paul / Roberts, John: Economics, Organization and Management, Upper Saddle River/NJ 1992 (zitiert: Milgrom/Roberts, Organization and Management)*

*Mishkin, Frederic / Matthews, Kent / Giuliiodori, Massimo: The Economics of Money, Banking & Financial Markets – European Edition, Harlow/UK 2013 (zitiert: Mishkin/Matthews/Giuliiodori, Economics)*

*Modigliani, Franco / Miller; Merton H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 48 Am. Econ. Rev. 261–297 (1958)*

*Möllers, Thomas / Harrer, Andreas / Krüger, Thomas: Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, WM 2011, 1537–1544*

*ders. / Hailer, Sabrina: Management- und Vertriebsvergütungen bei Alternativen Investmentfonds – Überlegungen zur Umsetzung der AIFM-RL, ZBB 2012, 178–193*

*ders.: Das Haftungssystem des KAGB, in: Möllers, Thomas / Kloyer, Andreas (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013 (zitiert: Möllers, in: ders./Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch)*

*ders. / Kastl, Stephanie: Das Kleinanlegerschutzgesetz, NZG 2015, 849–856*

*Moloney, Niamh: The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, EBOR 13 (2012), 169–193*

*dies.: EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl., Oxford 2014 (zitiert: Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation)*

*Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert: Management Ownership and Market Valuation – An Empirical Analysis, 20 J. Fin. Econ. 293–315 (1988)*

*Moritz, Joachim / Klebeck, Ulf / Jesch, Thomas: Frankfurter Kommentar zum Kapitalanlagerecht, Bd. 1: KAGB (Kapitalanlagegesetzbuch), 1. Aufl., Frankfurt a. M. 2016 (zitiert: Moritz/Klebeck/Jesch-Bearbeiter)*

*Morris, Peter: Private Equity, Public Loss? CSFI Report, Juli 2010 (<http://www.csfi.org/archive/>) (zitiert: Morris, Private Equity CSFI Report 2010)*

*ders.: Portfolio Company Fees – Some Empirical Evidence and Recommendations, Working Paper, Juni 2011 (SSRN ID 2370462)*

- ders.* / *Phalippou*, Ludovic: A New Approach To Regulating Private Equity, 12 J. Corp. L. Stud. 59–84 (2012)
- ders.*: Time to Rethink the 'Sophisticated Investor', Working Paper, Juli 2015 (SSRN ID 2653399)
- Mostowfi*, Mehdi / *Meier*, Peter: Alternative Investments – Analyse und Due Diligence, Zürich 2013 (zitiert: *Mostowfi/Meier*, Alternative Investments)
- Mülbert*, Peter / *Sajnovits*, Alexander: Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ZBB 2012, 266–285
- ders.* / *Citlau*, Ryan: The Uncertain Role of Banks' Corporate Governance in Systemic Risk Regulation, in: *Birkmose*, Hanne / *Neville*, Mette / *Sørensen*, Karsten: The European Financial Market in Transition, Alphen aan den Rijn 2012, S. 275–309 (zitiert: *Mülbert/Citlau*, in: *Birkmose/Neville/Sørensen* (Hrsg.), European Financial Market)
- ders.*, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, ZHR 177 (2013), 160–211
- Müller*, Doreen: Die Regulierung von Hedgefonds nach Dodd-Frank, RIW 2011, 620–625
- Müller*, Friedrich / *Christensen*, Ralph: Juristische Methodik, Bd. 1, Grundlegung für die Arbeitsmethoden der Rechtspraxis, 11. Aufl., Berlin 2013 (zitiert: *Müller/Christensen*, Juristische Methodik)
- Müller-Bonanni*, Thomas / *Mehrens*, Christian: Neue Vergütungsregeln für Banken – Entwurf der Instituts-Vergütungsverordnung, NZA 2010, 792–797
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1 (§§ 1–75), 4. Aufl. 2016; Bd. 2 (§§ 76–117), 4. Aufl. 2014; Bd. 3 (§§ 118–178), 3. Aufl. 2013, sämtl. hrsg. v. *Goette*, Wulf / *Habersack*, Mathias (zitiert: *MünchKommAktG-Bearbeiter*)
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 1 (§§ 1–240), 6. Aufl. 2012, hrsg. v. *Säcker*, Franz Jürgen und Bd. 2 (§§ 241–432), 6. Aufl. 2012, hrsg. v. *Säcker*, Franz Jürgen / *Rixecker*, Roland (zitiert: *MünchKommBGB-Bearbeiter*)

- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Bd. 3 (§§ 161–237), 3. Aufl. 2012, hrsg. v. *Schmidt*, Karsten und Bd. 4 (§§ 238–342e HGB), 3. Aufl. 2013, hrsg. v. *Schmidt*, Karsten / *Ebke*, Werner (zitiert: *MünchKommHGB-Bearbeiter*)
- Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. 1 (§§ 1–79 InsO), 3. Aufl. 2013, hrsg. v. *Kirchhof*, Hans-Peter / *Eidenmüller*, Horst / *Stürner*, Rolf (zitiert: *MünchKommInsO-Bearbeiter*)
- Muhtaseb*, Majed / *Yang*, Chun Chun: Portraits of Five Hedge Fund Fraud Cases, 15 J. Fin. Crime 179–213 (2008)
- Mujan*, Susanne: Neue Anforderungen an Boni in Fonds- und Portfolioverwaltung – Institutsvergütungsverordnung 2.0? – zum Kapitalanlagegesetzbuch zwecks Umsetzung der AIFM-Richtlinie, BB 2103, 1653–1659
- Myers*, Stewart / *Majluf*, Nicholas: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, 13 J. Fin. Econ. 187–221 (1984)
- Naik*, Narayan: Hedge Funds – Transparency and Conflict of Interest, Dezember 2007, Studie erstellt im Auftrag des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, IP/A/ECON/ST/2007-17 (zitiert: *Naik*, ECON Report 2007)
- ders.* / *Ramadorai*, Tarun / *Strömqvist*, Maria: Capacity Constraints and Hedge Fund Strategy Returns, 13 EFM 239–256 (2007)
- Najar*, Dorra: Fund Managers Fees: Estimation and Sensitivity Analysis Using Monte Carlo Simulation, IPAG Business School Working Paper No. 2014-195, Februar 2014 ([http://www.ipag.fr/wp-content/uploads/recherche/WP/IPAG\\_WP\\_2014\\_195.pdf](http://www.ipag.fr/wp-content/uploads/recherche/WP/IPAG_WP_2014_195.pdf))
- Nelle*, Andreas / *Klebeck*, Ulf: Der „kleine“ AIFM – Chancen und Risiken der neuen Regulierung für deutsche Fondsmanager, BB 2013, 2499–2506
- Nemczek*, Heinrich / *Pitz*, Sebastian: Auswirkungen des Brexit auf den Europäischen Pass für CRR-Kreditinstitute und Wertpapierhandelsunternehmen, WM 2017, 120–129
- Neugebauer*, Jan / *Fort*, Eric: Die neue Kommanditgesellschaft und die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Luxemburg, IStR 2014, 247–254

- Neus*, Werner: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, 6. Aufl., Tübingen 2009 (*Neus*, Betriebswirtschaftslehre)
- Niermann*, Stephan: Die Compliance-Organisation im Zeitalter der MaComp – eine Analyse ausgewählter Fragen, ZBB 2010, 400–427
- Nietsch*, Michael / *Graef*, Andreas: Aufsicht über Hedgefonds nach dem AIFM-Richtlinienvorschlag, ZBB 2010, 12–20
- Niewerth*, Johannes / *Rybarz*, Jonas: Änderung der Rahmenbedingungen für Immobilienfonds – das AIFM-Umsetzungsgesetz und seine Folgen, WM 2013, 1154–1167
- Noonan*, Laura / *Gray*, Alistair: Banks look to retain junior talent by boosting bonuses, FT Online v. 18.01.2016 (<https://next.ft.com/content/0161496c-bdc5-11e5-846f-79b0e3d20eaf>)
- Norman*, Wayne / *MacDonald*, Chris: Conflicts of Interest, in: Brenkert, George / Beauchamp, Tom (Hrsg.), The Oxford Handbook of Business Ethics, Oxford 2010, S. 441–470 (zitiert: *Norman/MacDonald*, in: Brenkert/Beauchamp (Hrsg.), Business Ethics)
- Ohler*, Christoph: Staatliche Aufsicht über Hedgefonds und Private Equity?, in: Leible, Stefan / Lehmann, Matthias (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, Jena 2009, S. 139–159 (zitiert: *Ohler*, in: Leible/Lehmann (Hrsg.), Hedgefonds und Private Equity)
- Pahlow*, Louis: Bankenregulierung zur Stärkung der Krisenprävention? Die staatliche Aufsicht über die Kreditwirtschaft im 19. und 20. Jahrhundert, Der Staat 50 (2011), 621–636
- Panageas*, Stavros / *Westerfield*, Mark: High-Water Marks? High Risk Appetite? Convex Compensation, Long Horizons, and Portfolio Choice, 64 J. Fin. 1–36 (2009)
- Pankoke*, Stefan: Legal Entity Identifier – Auf dem Weg zu einer neuen globalen Marktinfrastruktur, BaFin-Journal 8/2014, S. 33–37
- Paredes*, Troy: Remarks at the Symposium on Hedge Fund Regulation and Current Developments, Rede v. 08.06.2011 (<http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch060811tap.htm>)

- Partnoy*, Frank: Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage, 22 J. Corp. L. 211–256 (1996)
- Partsch*, Thibaut / *Mullmaier*, Jérôme: Delegation, in: Zetzsche, Dirk (Hrsg.), The Alternative Investment Funds Managers Directive, Alphen aan den Rijn 2012, S. 217–236 (zitiert: *Partsch/Mullmaier*, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD)
- Pástor*, Luboš / *Stambaugh*, Robert, Liquidity Risk and Expected Stock Returns, 111 J. Pol. Econ 642–685 (2003)
- Patton*, Andrew / *Ramadorai*, Tarun / *Streatfield*, Michael: Change You Can Believe In? Hedge Fund Data Revisions, Working Paper v. 27.09.2011 (SSRN ID 1934543)
- Patz*, Anika: Das Zusammenwirken zwischen Verwahrstelle, Bewerter, Abschlussprüfer und BaFin bei der Aufsicht über Investmentvermögen nach dem KAGB – Zuständigkeiten bei der Überprüfung der Einhaltung der Bewertungsmaßstäbe und -verfahren für Vermögensgegenstände von AIF und OGAW, BKR 2015, 193–205
- Payne*, Jennifer: Private Equity and Its Regulation in Europe, EBOR 12 (2011) 559–585
- Pfaff*, Dieter: Anreizsysteme, in: Köhler, Richard / Küpper, Hans-Ulrich / Pfingsten, Andreas (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., Stuttgart 2007, S. 30–38 (zitiert: *Pfaff*, in: Köhler/Küpper/Pfingsten (Hrsg.), Handwörterbuch Betriebswirtschaft)
- Pflock*, Thomas: Europäische Bankenregulierung und das "Too big to fail-Dilemma", Berlin 2014 (zugl. Diss. Univ. Tübingen 2014) (zitiert: *Pflock*, Bankenregulierung)
- Phalippou*, Ludovic: Beware of Venturing into Private Equity, 23 J. Econ. Persp. 147–166 (2009)
- ders.*: The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity, Working Paper 2009 (SSRN ID 1111796)
- ders.* / *Gottschalg*, Oliver: Performance of Private Equity Funds, 22 Rev. Fin. Stud. 1747–1776 (2009)
- ders.*: Risk and Return of Private Equity – An Overview of Data, Methods, and Results, in: Cumming, Douglas (Hrsg.), Private Equity – Fund Types, Risks and Returns,

- and Regulation, S. 257–282, Hoboken/NJ 2010 (zitiert: *Phalippou*, in: Cumming (Hrsg.), *Private Equity*)
- ders.*: Performance of buyout funds revisited?, Working Paper, November 2012 (SSRN ID 1969101)
- Poelzig*, Dörte / *Volmer*, Michael: „Der Bundesminister der Finanzen warnt“ – Ein Überblick zum neuen Kapitalanlagegesetzbuch, *DNotZ* 2014, 483–492
- Pönicke*, Astrid / *Bünning*, Martin: Aktuelles zu Managementbeteiligungen – insbesondere in der Form von Unterbeteiligungen, *BB* 2014, 2717–2720
- Posner*, Richard: Are American CEOs Overpaid, and, if So, What if Anything Should Be Done about It?, 58 *Duke L. J.* 1013–1047 (2009)
- Pozsar*, Zoltan / *Adrian*, Tobias / *Ashcraft*, Adam / *Boesky*, Hayley: Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, Juli 2010 (SSRN ID 1645337)
- Pratt*, John: Risk Aversion in the Small and in the Large, 32 *Econometrica* 122–136 (1964)
- Preece*, Dianna: Performance of Hedge Funds, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), *Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies*, Hoboken/NJ 2013, S. 475–494 (zitiert: *Preece*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), *Alternative Investments*)
- Preisser*, Maximilian: *Sovereign Wealth Funds – Entwicklung eines umfassenden Konzepts für die Regulierung von Staatsfonds*, Tübingen 2013 (zugl. Diss. Bucerius Law School 2012) (zitiert: *Preisser*, SWF)
- Prendergast*, Canice: The Provision of Incentives in Firms, 37 *J. Econ. Lit.* 7–63 (1999)
- Ramadorai*, Tarun / *Streatfield*, Michael: Money for Nothing? Understanding Variation in Reported Hedge Fund Fees, Working Paper 2011 (SSRN ID 1798628)
- Reinhart*, Carmen / *Rogoff*, Kenneth: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton/NJ 2009 (zitiert: *Reinhart/Rogoff*, This Time)
- Rhee*, Robert: Madoff Scandal, Market Regulatory Failure and the Business Education of Lawyers, 35 *J. Corp. L.* 363–392 (2010)

- Richter, Rudolf / Furubotn, Eirik*: Neue Institutionenökonomik – Eine Einführung und kritische Würdigung, deutsche Ausgabe, 4. Aufl., Tübingen 2010 (zitiert: *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik)
- Rikato, Marko / Berk, Aleš*: Costliness of Placement Agents, Working Paper v. 10.08.2012 (SSRN ID 2127662)
- Rippberger, Tanja*: Ökonomik des Vertrauens – Analyse eines Organisationsprinzips, 2. Aufl., Tübingen 2003 (zitiert: *Rippberger*, Ökonomik des Vertrauens)
- Robinson, David / Sensoy, Berk*: Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance, 26 Rev. Fin. Stud. 2760–2797 (2013)
- Romano, Roberta*: Against Financial Regulation Harmonization: A Comment, Yale Law & Economics Research Paper No. 414 v. 20.11.2010 (SSRN ID 1697348)
- Roncalli, Thierry*: Alternative Risk Premia: What Do We Know? Working Paper, Februar 2017 (SSRN ID 2868425)
- Roth, Barbara / Blessing, Denise*: Die neuen Vorgaben nach MiFID II – Teil 3 – Die Zulässigkeit und Offenlegung von Zuwendungen, CCZ 2017, 163–171
- Rötting, Michael / Lang, Christina*: Das Lamfalussy-Verfahren im Umfeld der Neuordnung der europäischen Finanzaufsichtsstrukturen – Entwicklung und Ablauf, EuZW 2012, 8–14
- Rouwenhorst, K. Geert*: The Origins of Mutual Funds, Yale ICF Working Paper No. 04-48 v. 12.12.2004 (SSRN ID 636146)
- Ross, Stephen*: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, 63 Am. Econ. Rev. 134–139 (1973)
- ders.*: Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, 59 J. Fin. 207–225 (2004)
- Ruddigkeit, Dana*: Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, in: Tietje, Christian / Kraft, Gerhard / Lehmann, Matthias (Hrsg.), Beiträge zum transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 111, 2011 (<http://studiengang.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/sites/default/files/BeitraegeTWR/>)

- Heft111.pdf) (zitiert: *Ruddigkeit*, in: Tietje/Kraft/Lehmann (Hrsg.), Transnationales Wirtschaftsrecht, Heft 111 (2011))
- Rudolph*, Bernd: Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze, ZGR 2010, 1–47
- ders.*: Funktionen, Risiken und Regulierung von Schattenbanken, ZfbF 2012, 846–867
- Rüber*, Bernd / *Reiff*, Gunter: Voraussetzungen einer gewerblichen Entprägung der extern verwalteten geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft, BB 2014, 1634–1637
- Rühl*, Giesela: Ökonomische Analyse des Rechts, in: Krüper, Julian (Hrsg.), Grundlagen des Rechts, 1. Aufl., Baden-Baden 2010, S. 210–229 (zitiert: *Rühl*, in: Krüper (Hrsg.), Grundlagen des Rechts)
- Sahlmann*, William: The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, 27 J. Fin. Econ. 473–521 (1990)
- Salamon*, Erwin: Einseitige Leistungsbestimmungsrechte bei variablen Entgelten, NZA 2014, 465–471
- Schalast*, Christoph / *Winter*, Dennis / *Wedell*, Gregor, Interessenkonflikte und Incentivierung des Managements bei Management Buy-Outs mit Private Equity Investoren – Empirische Analyse aus Sicht der Unternehmensverkäufer, in: Saenger, Ingo / Schewe, Gerhard (Hrsg.), Forum Mergers & Acquisitions 2012 – Beiträge aus rechts- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Wiesbaden 2012, S. 301–316 (zitiert: *Schalast/Winter/Wedell*, in: Saenger/Schewe (Hrsg.), Mergers & Acquisitions)
- Schäfer*, Frank: Eigenkapital im Bankaufsichtsrecht und Basel III, ZHR 175 (2011), 319–337
- ders.* / *Sethe*, Rolf / *Lang*, Volker (Hrsg.): Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München 2016 (zitiert: *Bearbeiter*; in: Schäfer/Sethe/Lang (Hrsg.), Vermögensverwaltung)
- Schäfer*, Lars: Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften – Fund Governance, Berlin 2009 (zugl. Diss. Techn. Univ. Darmstadt 2008) (zitiert: *Schäfer*, Fund Governance)

- Schelling*, Holger: Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Berlin 2013 (zugl. Diss. Univ. Hannover 2012) (zitiert: *Schelling*, Vergütungssysteme)
- Schimansky*, Herbert / *Bunte*, Hermann-Josef / *Lwowski*, Hans-Jürgen (Hrsg.), Bd. II, 5. Aufl., München 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Bankrechts-Handbuch)
- Schizer*, David: Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility, 100 Colum. L. Rev. 440–504 (2000)
- Schlimbach*, Friedrich: Leerverkäufe – Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union, Tübingen 2015 (zugl. Diss. Univ. Halle-Wittenberg 2014) (zitiert: *Schlimbach*, Leerverkäufe)
- Schmidt*, Daniel / *Nowak*, Eric / *Knigge*, Alexander: On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?, 16 J. Fin. Tran. 123–134 (2006)
- Schmidt*, Ludwig (Hrsg.): Einkommensteuergesetz, 34. Aufl., München 2015 (zitiert: *Schmidt-Bearbeiter*)
- Schmidt*, Reinhard / *Spindler*, Gerald: Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, 1. Aufl., Baden-Baden 2008 (zitiert: *Schmidt/Spindler*, Finanzinvestoren)
- Schmies*, Christian: Die Regulierung von Hedgefonds, 1. Aufl., Baden-Baden 2010 (zitiert: *Schmies*, Hedgefonds)
- Schmitt*, Christoph / *Doetsch*, Matthias: Crowdfunding: neue Finanzierungsmöglichkeit für die Frühphase innovativer Geschäftsideen, BB 2013, 1451–1454
- Schneeweis*, Thomas / *Spurgin*, Richard: Multi-Factor Models of Hedge Fund, Managed Futures, and Mutual Fund Return and Risk Characteristics, 1 J. Alt. Inv. 1–24 (1998)
- Schneider*, Joachim: Der Anwendungsbereich des KAGB, in: Möllers, Thomas / Kloyer, Andreas (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013, S. 79–95 (zitiert: *Schneider*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch)
- Schnittker*, Helder / *Steinbiß*, Timo: Steuerliche Qualifikation des Carried Interest und

- deren Folgen für die grenzüberschreitende Besteuerung von Initiatoren von Private Equity Fonds, IStR 2015, 760–767
- Scholz, Christian / Appelbaum, Christian*: Bedeutung der AIFM-Umsetzung für Family Offices und Reichweite des Holding-Privilegs, RdF 2013, 268–275
- Schröder, Oliver / Rahn, Alexander*: Das KAGB und Private-Equity-Transaktionen – Pflichten für Manager von Private-Equity-Fonds und deren Verwahrstellen, GWR 2014, 49–54
- Schubert, Leif / Schuhmann, Alexander*: Die Kategorie des semiprofessionellen Anlegers nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BKR 2015, 45–52
- Schüller, Julia / Mitzner, Kurt*: Die neuen Eigenkapitalanforderungen für (Rück-)Versicherungsunternehmen nach Solvency II, ZHR 175 (2011), 338–361
- Schuster, Doris-Maria*: Clawback-Klauseln – probates Mittel zukunftsgerichteter Gestaltung von Bonus-Vereinbarungen?, in: Baeck, Ulrich / Hauck, Friedrich / Preis, Ulrich / Rieble, Volker / Röder, Gerhard / Schunder, Achim (Hrsg.), Festschrift für Jobst-Hubertus Bauer zum 65. Geburtstag, München 2010 (zitiert: *Schuster*, in: FS Bauer)
- Schwan, Tobias*: Steuerliche Begrenzungsmöglichkeiten der Vergütung von Vorstand und Aufsichtsrat, Berlin 2012 (zugl. Diss. Univ. Bonn 2012) (zitiert: *Schwan*, Begrenzungsmöglichkeiten)
- Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel* (Hrsg.): Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010 (zitiert: *Schwark/Zimmer-Bearbeiter*)
- Sedlmaier, Holger*: Umsatzsteuerbefreiung der Verwaltung von Investmentfonds – AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz und neuere EuGH-Rechtsprechung, UR 2014, 213–222
- Seibert, Ulrich*: Aktienrechtsreform in Permanenz?, AG 2002, 417–420
- ders.*: Das VorstAG – Regelungen zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat, WM 2009, 1489–1493
- Seibt, Christoph / Jander-McAlister, Heiko*: Club Deals mit Family Offices nach der AIFM-Regulierung, DB 2013, 2374–2378 (Teil 1) und DB 2013, 2433–2438 (Teil

2)

*Sester*, Peter: Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarkttrichtlinien und -standards, ZGR 2009, 310–345

*Seth*, Shobhit: World's Top 10 Hedge Fund Firms, Investopedia Online v. 15.01.2015 (<http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/011515/worlds-top-10-hedge-fund-firms.asp>)

*Shadab*, Houman: The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection, 6 Berk. Bus. L. J. 240–297 (2009)

*Shapiro*, Carl: Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations, 97 Q. J. Econ. 659–679 (1983)

*Shiller*, Robert: Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, 71 Am. Econ. Rev. 421–436 (1981)

*ders.*: From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, 17 J. Econ. Persp. 83–104 (2003)

*Shleifer*, Andrei / *Vishny*, Robert: A Survey of Corporate Governance, 52 J. Fin. 737–783 (1997)

*Siekmann*, Helmut: Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 43 (2010), 95–115

*Siepmann*, Hiltrun: Selbstbehalt bei Verbriefungen – Institutionenökonomische Analyse, rechtliche Rezeption und effektive Umsetzung, Tübingen 2011 (zugl. Diss. Univ. Hamburg 2010) (zitiert: *Siepmann*, Selbstbehalt)

*Siering*, Lea Maria / *Izzo-Wagner*, Anna: "Praktische Hürden" der EuVECA-Verordnung, BKR 2014, 242–244

*Smith*, Abbie: Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts, 27 J. Fin. Econ. 143–164 (1990)

*Smith*, Adam: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, in: Campbell, Roy / Skinner, Andrew (Hrsg.), Glasgow edition of the works and correspondence of Adam Smith, Bd. 2, Oxford 1976 (zitiert: *Smith*, Wealth of Nations)

*Smith*, David / *Shawky*, Hany (Hrsg.): Institutional Money Management, Hoboken/NJ

- 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Smith/Shawky (Hrsg.), *Institutional Money Management*)
- Söhner*, Matthias: Beteiligungstransparenz, Hebelfinanzierung und asset stripping nach der AIFM-Richtlinie, WM 2011, 2121–2127
- Sorady*, Marybeth / *Domina*, Daren / *Cohen*, Wendy / *Santo*, Fred / *Bregstein*, Henry / *Wiener*, Meryl / *Okoshi*, Marilyn / *Governale*, Jack: Summary and analysis of Dodd-Frank rules for investment advisers: registration requirements, exemptions, family offices, performance fee eligibility, 12 J. Inv. Comp. 4–17 (2011)
- Spengler*, Myriam: Managementbeteiligung im Rahmen von Institutional Buy-Out Transaktionen – Interessenkonflikt, Strukturierungs-, Finanzierungs- und Minderheitsbeteiligungsaspekte bei GmbH und Ltd., Baden-Baden 2008 (zugl. Diss. Univ. Tübingen 2007) (zitiert: *Spengler*, Managementbeteiligung)
- Spindler*, Gerald / *Bednarz*, Sebastian: Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, WM 2006, 553–600 (Teil I) und WM 2006, 601–607 (Teil II)
- ders.* / *Tancredi*, Sara: Die Richtlinie über Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie), WM 2011, 1393 (Teil I) und WM 2011, 1441–1451 (Teil II)
- ders.*: Die Herabsetzung von Vorstandsvergütungen in der Insolvenz – Zugleich Besprechung von OLG Stuttgart, Urteil vom 01.10.2014 - 20 U 3/13, DB 2014 S. 2820, DB 2015, 908–912
- Spremann*, Klaus: Portfoliomanagement, 4. Aufl., München 2008 (zitiert: *Spremann*, Portfoliomanagement)
- Spremann*, Klaus / *Gantenbein*, Pascal: Finanzmärkte – Grundlagen, Instrumente, Zusammenhänge, 2. Aufl., Konstanz 2013 (zitiert: *Spremann/Gantenbein*, Finanzmärkte)
- Sprengnether*, Mirko / *Wächter*, Hans-Peter: Risikomanagement nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), WM 2014, 877–887
- Starks*, Laura: Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach, 22 J. Fin. & Quant. An. 17–32 (1987)

- Staudinger*, Julius von (Begr.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, §§ 305–310; UKlaG (Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen), Neubearbeitung, Berlin 2013 (zitiert: *Staudinger-Bearbeiter*)
- Stelkens*, Paul / *Bonk*, Heinz Joachim / *Sachs*, Michael (Hrsg.): Verwaltungsverfahrensgesetz, Kommentar, 8. Aufl., München 2014 (zitiert: *Stelkens/Bonk/Sachs-Bearbeiter*)
- Stowell*, David: Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, 2. Aufl., Waltham/MA 2013 (zitiert: *Stowell*, Investment Banks)
- Strachmann*, Daniel: The Fundamentals of Hedge Fund Management, 2. Aufl., Hoboken/NJ 2012 (zitiert: *Strachmann*, Hedge Fund Management)
- Streinz*, Rudolf (Hrsg.): EUV/AEUV – Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Kommentar, 2. Aufl., München 2012 (zitiert: *Streinz-Bearbeiter*)
- Striegel*, Andreas / *Wiesbrock*, Michael / *Jesch*, Thomas: Kapitalbeteiligungsrecht – Kommentar zum Private-Equity-Recht: WKBG, UBGG, Risikobegrenzungs-gesetz, Nebengesetze und AIFM-Richtlinie, 1. Aufl., Stuttgart 2009 (zitiert: *Striegel/Wiesbrock/Jesch-Bearbeiter*)
- Siß*, Stefan / *Mayer*, Stefan: Was bleibt vom Private-Equity-Erlass? – Anmerkung zum Urteil des BFH v. 24.08.2011, I R 46/10, DStR 2011, 2276–2279
- Sydow*, Gernot: Europäische exekutive Rechtsetzung zwischen Kommission, Komitologieausschüssen, Parlament und Rat, JZ 2012, 157–165
- Syriopoulos*, Theodore: Hedge Funds and Risk Management, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies, Hoboken/NJ 2013, S. 495–519 (zitiert: *Syriopoulos*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), Alternative Investments)
- Taleb*, Nicholas N.: The Black Swan – The Impact of the Highly Improbable, 1. Aufl., New York 2007 (zitiert: *Taleb*, Black Swan)
- Tasma*, Martin: Leveraged Buyout und Gläubigerschutz, Tübingen 2012 (zugl. Diss. Bucerius Law School 2011) (zitiert: *Tasma*, Leveraged Buyout)

- Taub*, Stephen: The 2016 Rich List of the World's Top-Earning Hedge Fund Managers, Institutional Investor's Alpha Magazine Online v. 10.05.2016 (<http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3552805/The-2016-Rich-List-of-the-Worlds-Top-Earning-Hedge-Fund-Managers.html>)
- Teichmann*, Christoph / *Brunner*, Sebastian: Private Equity-Fonds im Sog der AIFM-Richtlinie, CFL 2011, 321–327
- Teitelbaum*, Richard: Morgan Stanley Yoga-Troubadour-Crossword-Math Pro Muller Flees, Bloomberg Online v. 07.07.2011 (<http://www.bloomberg.com/news/2011-07-07/morgan-stanley-s-yoga-troubadour-crossword-math-pro-flees-with-20-returns.html>)
- Telser*, Lester: A Theory of Self-Enforcing Agreements, 53 J. Bus. 27–44 (1980)
- Teo*, Melvyn: Does Size Matter in the Hedge Fund Industry?, Working Paper, Januar 2009 (SSRN ID 1331754)
- ders.*: The Geography of Hedge Funds, 22 Rev. Fin. Stud. 3531–3561 (2009)
- Thanassoulis*, John: The Case for Intervening in Bankers' Pay, 67 J. Fin. 849–895 (2012)
- Thomsen*, Steen: Should Private Equity Be Regulated?, EBOR 10 (2009), 97–114
- Thüsing*, Gregor: ECLR Auf der Suche nach dem iustum pretium der Vorstandstätigkeit – Überlegungen zur Angemessenheit im Sinne des § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG, ZGR 2003, 457–507
- ders.*: Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung, AG 2009, 517–529
- Timmerbeil*, Sven / *Spachmüller*, Demid: Anforderungen an das Risikomanagement nach der AIFM-Richtlinie, DB 2012, 1425–1429
- Tipke*, Klaus / *Lang*, Joachim (Hrsg.): Steuerrecht, 22. Aufl., Köln 2015 (zitiert: *Tipke/Lang-Bearbeiter*)
- Tirole*, Jean: Incomplete Contracts – Where Do We Stand?, 67 Econometrica 741–781 (1999)
- Tobin*, James: Liquidity preference as behavior towards risk, 25 Rev. Econ. Stud. 65–86 (1958)

- Tollmann*, Claus: Der materielle Managerbegriff der AIFM-Richtlinie und des Kapitalanlagegesetzbuches: Konsequenzen für die Auslagerung und bestimmte Geschäftsmodelle, in: Möllers, Thomas / Kloyer, Andreas (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch – Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013, S. 363–389 (zitiert: *Tollmann*, in: Möllers/Kloyer (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch)
- Tonner*, Martin: Tracking Stocks – Zulässigkeit und Gestaltungsmöglichkeiten von Geschäftsbereichsaktien nach deutschem Aktienrecht, Köln 2002 (zugl. Diss. Univ. Bonn 2001) (zitiert: *Tonner*, Tracking Stocks)
- Towfigh*, Emanuel / *Petersen*, Niels: Ökonomische Methoden im Recht – Eine Einführung für Juristen, 2. Aufl., Tübingen 2017 (zitiert: *Towfigh/Petersen*, Ökonomische Methoden)
- Trübestein*, Michael: Real Estate Asset Management für institutionelle Investoren – Eine theoretische Konzeption und empirische Untersuchung aus Sicht institutioneller Investoren in Deutschland, Köln 2011 (zugl. Diss. Univ. Regensburg 2010) (zitiert: *Trübestein*, Real Estate)
- Tupitsyn*, Mikahil / *Lajbcygier*, Paul: Hedge Funds: Replication and Nonlinearities, in: Baker, Kent / Filbeck, Greg (Hrsg.), Alternative Investments – Instruments, Performance, Benchmarks, and Strategies, Hoboken/NJ 2013, S. 541–565 (zitiert: *Tupitsyn/Lajbcygier*, in: Baker/Filbeck (Hrsg.), Alternative Investments)
- van den Burg*, Ieke / *Rasmussen*, Poul Nyrup: Hedge Funds and Private Equity – A critical analysis, Socialist Group in the European Parliament (PES), April 2007 (zitiert: *van den Burg/Rasmussen*, PES Studie 2007)
- van Hulle*, Karel: Solvency II: State of Play and Perspectives, ZVersWiss 100 (2011), 177–192
- van Kann*, Jürgen / *Redeker*, Rouven / *Keiluweit*, Anjela: Überblick über das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), DStR 2013, 1483–1489
- Veil*, Rüdiger (Hrsg.): Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Tübingen 2014 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht)
- Veith*, Amos / *Schade*, Stephan: Besteuerung des Carried Interest in Deutschland, in: Birk, Dieter (Hrsg.), Transaktionen, Vermögen, Pro Bono – Festschrift zum zeh-

- jährigen Bestehen von P+P Pöllath + Partners, München 2008, S. 435–457 (zitiert: *Veith/Schade*, in: FS Pöllath)
- Viciano-Gofferje*, Martin: Neue Transparenzanforderungen für Private Equity Fonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB 2013, 2506–2511
- Volhard*, Patricia / *Kruschke*, André: Zur geplanten Regulierung der Vergütungsstrukturen bei Private Equity Fonds durch die AIFM-RL, DB 2011, 2645–2649
- dies.* / *Kruschke*, André: Die Regulierung von Private Equity Fonds-Manager durch den Europäischen Gesetzgeber – Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie und der VC-Verordnung im Überblick, EWS 2012, 21–25
- dies.* / *Jang*, Jin-Hyuk: Der Vertrieb alternativer Investmentfonds – Regelungsrahmen für den Vertrieb an professionelle und semiprofessionelle Anleger in Deutschland nach dem RegE zur Umsetzung der AIFM-RL, DB 2013, 273–278
- dies.* / *El-Qalqili*, Joel: Die neuen Bewertungsvorschriften für AIF-Investmentvermögen – Unter besonderer Berücksichtigung ihrer Auswirkungen auf Private Equity Fonds, DB 2013, 2103–2107
- von Caemmerer*, Ernst: Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften, JZ 1958, 41–50
- von Werder*, Andreas / *Li*, Xianbei: Aktuelle Entwicklungen bei Managementbeteiligungsprogrammen im Rahmen von Leveraged Buy Outs, BB 2013, 1736–1746
- Wagner*, Jens: Das neue Mitspracherecht der Hauptversammlung bei der Vorstandsvergütung, BB 2013, 1731–1736
- Walla*, Fabian: Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, Baden-Baden 2012 (zugl. Diss. Bucerius Law School 2011) (zitiert: *Walla*, Kapitalmarktaufsicht)
- dies.*: Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick, BKR 2012, 265–270
- Wallach*, Edgar: Alternative Investment Funds Managers Directive – ein neues Kapitel des europäischen Investmentrechts, RdF 2011, 80–89
- dies.*: Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht – erste umfassende Regulierung des deutschen Investmentrechts, RdF 2013, 92–103

- ders.*: Die Regulierung von Personengesellschaften im Kapitalanlagegesetzbuch, ZGR 2014, 289–328
- Waring, Burton / Siegel, Laurence*: The Myth of the Absolute-Return Investor, 62 Fin. An. J. 14–22 (2006)
- Weber, Jürgen / Schäffer, Utz*: Einführung in das Controlling, 14. Aufl., Stuttgart 2014 (zitiert: *Weber/Schäffer, Controlling*)
- Weber-Rey, Daniela*: Ausstrahlungen des Aufsichtsrechts (insbesondere für Banken und Versicherungen) auf das Aktienrecht – oder die Infiltration von Regelungssätzen?, ZGR 2010, 543–590
- dies. / Horak, Tim*: Europäischer Finanzsektor und Gesetzgebungsverfahren – Ein Zwischenbericht am Beispiel des Versicherungssektors, WM 2013, 721–727
- Weimann, Joachim*: Wirtschaftspolitik – Allokation und kollektive Entscheidung, 5. Aufl., Berlin 2009 (zitiert: *Weimann, Wirtschaftspolitik*)
- Weinrich, Günter / Tiedemann, Lutz*: Richtige und vollständige Darstellung der IRR-Methode im Emissionsprospekt, BKR 2016, 50–53
- Weiser, Benedikt / Jang, Jin-Hyuk*: Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, BB 2011, 1219–1226
- Weiser, Benedikt / Hüwel, Martin*: Verwaltung alternativer Investmentfonds und Auslagerung nach dem KAGB-E, BB 2013, 1091–1097
- Weitnauer, Wolfgang*: Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 3. Aufl., München 2007 (zitiert: *Weitnauer, Venture Capital*)
- ders.*: Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung, BKR 2011, 143–147
- ders.*: Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche, AG 2013, 672–678
- ders. / Dunkmann, Carsten*: Strukturierung von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen, GWR 2013, 349–352 (Teil 1) und GWR 2013, 371–376 (Teil 2)
- ders.*: Management Buy-Out – Handbuch für Recht und Praxis, 2. Aufl., München 2013 (zitiert: *Weitnauer, Management Buy-Out*)
- ders. / Boxberger, Lutz / Anders, Dietmar*: KAGB – Kommentar zum Kapitalanlagege-

- setzbuch und zur Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds mit Bezügen zum AIFM-StAnpG, 1. Aufl., München 2014 (zitiert: *Weitnauer/Boxberger/Anders-Bearbeiter*)
- ders.*: Die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds („EuVECA-VO“), GWR 2014, 139–144
- Weller, Ingo / Ebert, Julia*: Anreize, Selbst-Selektion und Risiko – Erklärungsversuche aus einer personalwirtschaftlichen Perspektive, in: *Rieble, Volker / Junker, Abbo / Giesen, Richard* (Hrsg.), *Finanzkriseninduzierte Vergütungsregulierung und arbeitsrechtliche Entgeltsysteme*, München 2011, S. 33–48 (zitiert: *Weller/Ebert*, in: *Rieble/Junker/Giesen* (Hrsg.), *Vergütungsregulierung*)
- Wentrup, Christian*: *Die Kontrolle von Hedgefonds*, Berlin 2009 (zugl. Diss. Univ. Freiburg i. Br. 2007) (zitiert: *Wentrup, Hedgefonds*)
- Westermann, Harm Peter / Wertenbruch, Johannes* (Hrsg.): *Handbuch Personengesellschaften – Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Sozialversicherungsrecht, Verträge und Formulare*, 61. Aktualisierung, Köln 2015 (zitiert: *Westermann/Wertenbruch-Bearbeiter*)
- Wiedemann, Herbert*: Alte und neue Kommanditgesellschaften, NZG 2013, 1041–1046
- Williamson, Oliver*: Managerial Discretion and Business Behavior, 53 *Am. Econ. Rev.* 1032–1055 (1963)
- ders.*: Transaction-Cost Economics – The Governance of Contractual Relations, 22 *J. L. & Econ.* 233–261 (1979)
- Wilson, Nick / Wright, Mike / Siegel, Donald / Scholes, Louise*: Private equity portfolio company performance during the global recession, 18 *J. Corp. Fin.* 193–205 (2012)
- Woll, Cornelia*: A Strategic Analysis of Hedge Fund Regulation in Europe – *Les Cahiers européens de Sciences Po*, Nr. 2/2011, Juli 2011 (zitiert: *Woll, Cahiers européens de Sciences Po* 2011)
- Wollenhaupt, Markus / Beck, Rocco*: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) – Überblick über die Neuregelung des deutschen Investmentrechts nach der Umsetzung der AIFM-RL, DB 2013, 1950–1959

- Wolf, Birgit / Hill, Mark / Pfaue, Michael*: Strukturierte Finanzierungen: Grundlagen des Corporate Finance, Technik der Projekt- und Buy-out-Finanzierung, Asset-Backed-Strukturen, 2. Aufl., Stuttgart 2011 (zitiert. *Wolf/Hill/Pfaue*, Strukturierte Finanzierungen)
- Yeoh, Peter*: UCITS from EU to Global, 30 Bus. L. Rev. 187–190 (2009)
- Zerey, Jean-Claude* (Hrsg.): Finanzderivate – Rechtshandbuch, 3. Aufl., Baden-Baden 2013 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Zerey (Hrsg.), Finanzderivate)
- Zetzsche, Dirk*: Die Europäische Regulierung von Hedgefonds und Private Equity – ein Zwischenstand, NZG 2009, 692–697
- ders.*: Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds, NZG 2012, 1164–1170
- ders. / Litwin, Daniel*: The AIFMD’s Cross-Border Dimension and Third Country Rules – A Systematic Perspective, in: Zetzsche, Dirk (Hrsg.), The Alternative Investment Funds Managers Directive, Alphen aan den Rijn 2012, S. 367–407 (zitiert: *Zetzsche/Litwin*, in: Zetzsche (Hrsg.), AIFMD)
- ders.*: Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzes, AG 2013, 613–630
- ders. / Preiner, Christina*: Das liechtensteinische AIFM-Gesetz – Die erste Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie, RIW 2013, 265–273
- ders. / Preiner, Christina*: Was ist ein AIF?, WM 2013, 2101–2110
- ders.*: Fondsregulierung im Umbruch – ein rechtsvergleichender Rundblick zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie, ZBB 2014, 22–39
- ders.*: Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, Tübingen 2015 (zitiert: *Zetzsche*, Prinzipien)
- ders.*: Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-VO) – Langfristigkeit im Sinne der Kleinanleger?, ZBB 2015, 362–376
- Zeugner, Kirsten / Göb, Rainer / Knoll, Leonhard*: Branchenindex und systematisches Risiko, ZBB 2013, 39–60
- Zingales, Luigi*: Corporate Governance, in: Durlauf, Steven / Blume, Lawrence (Hrsg.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Vol. 2, 2. Aufl., New York 2008,

- S. 249–256 (zitiert: *Zingales*, in: Durlauf/Blume (Hrsg.), *Economics*)
- ders.*: The Future of Securities Regulation, 47 J. Acc. Res. 391–425 (2009)
- Zingel*, Frank / *Varadinek*, Brigitta: Der Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BKR 2012, 177–185
- Zöllner*, Wolfgang: Aktienrechtsreform in Permanenz – Was wird aus den Rechten des Aktionärs?, AG 1994, 336–342
- Zuckerman*, Gregory: Trader Made Billions on Subprime – John Paulson Bet Big on Drop in Housing Values; Greenspan Gets a New Gig, Soros Does Lunch, WSJ Online v. 15.01.2008 (<http://www.wsj.com/articles/SB120036645057290423/>)
- Zülch*, Henning / *Holzamer*, Matthias / *Kretzmann*, Christian / *Böhm*, Josefine: Covenant(s) quo vadis – Ein Gläubigerschutzinstrument am Scheideweg? DB 2015, 689–695

## **B. Offizielle Verlautbarungen, Dokumente und Materialien**

Rechtsakte der Europäischen Union sind anhand der Dokumentennummer in der europäischen Rechtsdatenbank EUR-Lex verfügbar. Verlautbarungen bzw. Maßnahmen der ESA-Behörden bzw. ihrer Funktionsvorgänger und solche der Europäischen Institutionen sind anhand der Referenznummer auf den Seiten der jeweiligen Institution abrufbar (<http://www.esma.europa.eu>, <https://www.eba.europa.eu/>, <https://eiopa.europa.eu/>, <http://ec.europa.eu> oder <http://www.europarl.europa.eu>). Nationale Rechtsakte sind auf den Seiten des Bundesanzeiger Verlages (<http://www.bgbl.de>) und Verlautbarungen der BaFin anhand des Geschäftszeichens auf den Seiten der Behörde (<http://www.bafin.de>) zugänglich. Andere Verlautbarungen, Dokumente und Materialien sind nachfolgend aufgeführt. Online-Ressourcen wurden zuletzt am 15.07.2016 aufgerufen.

Angermann M&A International (Hrsg.): m&a monitor 2015, Marktstudie v. 21.01.2014 ([http://www.angermann-ma.de/fileadmin/redaktion/downloads/publikationen\\_und\\_broschueren/MA\\_Monitor\\_2015.pdf](http://www.angermann-ma.de/fileadmin/redaktion/downloads/publikationen_und_broschueren/MA_Monitor_2015.pdf)) (zitiert: Angermann M&A, Marktstudie 2015)

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hrsg.): BIS Quarterly Review, International banking and financial market developments, März 2015 ([https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503.pdf)) (zitiert: BIZ, Quarterly Review März 2015)

Bank of England (Hrsg.): Private equity and financial stability, Quarterly Bulletin 1/2013, S. 38–47 (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb130104.pdf>) (zitiert: BoE, Quarterly Bulletin 1/2013)

British Private Equity and Venture Capital Association / Her Majesty's Revenue and Customs (Hrsg.): Memorandum of Understanding between the BVCA and HMRC on the income tax treatment of Venture Capital and Private Equity Ltd Partnerships and Carried Interest v. 25.07.2003 (<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/ersmmanual/ersm30530.htm>) (zitiert: BVCA/HMRC, MoU 2003)

Bundesverband Investment und Asset Management (Hrsg.): BVI Investmentstatistik zum 31.12.2015 ([https://www.bvi.de/uploads/tx\\_news/BVI\\_Investmentstatisik1512\\_DE.pdf](https://www.bvi.de/uploads/tx_news/BVI_Investmentstatisik1512_DE.pdf)) (zitiert: BVI Investmentstatistik 2015)

Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Hrsg.): Global systemically important banks:

updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement, überarbeiteter Bericht, Juli 2013 (<http://www.bis.org/publ/bcbs207.pdf>) (zitiert: BCBS, SIB Report 2013)

Chartered Financial Analysts Institute (Hrsg.): Global Investment Performance Standards, Version 2010, offizielle deutsche Übersetzung des German Asset Management Standards Committee, April 2012 (<http://www.gamsc.com/pdfs/Gips2010-Deutsch.pdf>) (zitiert: CFA Institute, GIPS Standards 2010)

Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht März 2014, S. 15–35 ([https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2014/2014\\_03\\_monatsbericht.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2014/2014_03_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile)) (zitiert: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 03/2014)

ETFGI (Hrsg.): ETFGI reports assets invested in ETFs/ETPs listed globally reach a new record of US\$4.168 trillion at the end of first half of 2017, Pressemitteilung v. 26.07.2017 (<http://etfgi.com/news/detail/newsid/2208>) (zitiert: ETFGI, Pressemitteilung v. 26.07.2017)

Europäische Zentralbank (Hrsg.): Leveraged Buyouts und Finanzstabilität, Monatsbericht August 2007, S. 99–111 ([https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Monatsberichte/2007/2007\\_08\\_ezb\\_mb.pdf](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2007/2007_08_ezb_mb.pdf)) (zitiert: EZB, Monatsbericht 08/2007)

European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (Hrsg.): INREV Guidelines 2014 – Professional Standards (<https://www.inrev.org/component/attachments/download/634>) (zitiert: INREV, Guidelines 2014)

European Private Equity and Venture Capital Association (Hrsg.): EVCA Handbook – Professional Standards for the Private Equity and Venture Capital Industry, November 2012 ([http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Industry\\_Standards/EVCA\\_Handbook\\_November\\_2012.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Industry_Standards/EVCA_Handbook_November_2012.pdf)) (zitiert: EVCA, Handbook 2012)

- EVCA Risk Measurement Guidelines, August 2012 (<http://www.investeurope.eu/media/10083/EVCA-Risk-Measurement-Guidelines-January-2013.pdf>) (zitiert: EVCA, Risk Measurement Guidelines 2013)

Financial Stability Board (Hrsg.): Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards, 25.09.2009 ([http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf)) (zitiert: FSB-Prinzipien)

- Charter of the Financial Stability Board, Juni 2012 ([http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_120809.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_120809.pdf)) (zitiert: FSB Charta)
- 2015 Update of List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), Bekanntmachung v. 03.11.2015 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2015-update-of-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>) (zitiert: FSB, List of G-SIBs 2015)
- Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution – Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet, Bericht v. 09.11.2015 (<http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf>) (zitiert: FSB, TLAC Term Sheet 2015)
- Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, Bericht v. 10.05.2017 (<http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>) (zitiert: FSB, Shadow Banking Report 2016)
- Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices), Bericht v. 20.06.2017 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R200617.pdf>) (zitiert: FSB, Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards v. 20.06.2017)
- Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards, Fourth progress report v. 04.07.2017 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040717-6.pdf>) (zitiert: FSB, Sound Compensation Practices – Fifth progress report v. 04.07.2017)
- Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms, Bericht v. 03.07.2017 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P030717-4.pdf>) (zitiert: FSB, Evaluierung der Finanzmarktformen v. 03.07.2017)

Financial Stability Board / International Organization of Securities Commissions (Hrsg.): Consultative Document – Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions – Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies, Bericht v. 08.01.2014

([http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_140108.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140108.pdf)) (zitiert: FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 08.01.2014)

- Consultative Document (2nd), Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions – Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies, Bericht v. 04.03.2015 (<http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodologies.pdf>) (zitiert: FSB/IOSCO, NBNI G-SIFI Report v. 04.03.2015)

Financial Stability Forum (Hrsg.): Principles for Sound Compensation Practices v. 02.04.2009 ([http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf)) (zitiert: FSF-Prinzipien)

Group of Twenty (Hrsg.): Declaration, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Abschlusscommuniqué v. 15.11.2008 (<http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>) (zitiert: G20, Washington Declaration v. 15.11.2008)

Hedge Fund Standards Board (Hrsg.): The Hedge Fund Standards v. 05.11.2015 (<http://www.hfsb.org/sites/10377/files/Hedge%20Fund%20Standards%20-%20as%20at%20November%202015.pdf>) (zitiert: HFSB, Hedge Fund Standards 2015)

International Corporate Governance Network (Hrsg.): Model Contract Terms Between Asset Owners and Managers, März 2012, ([https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN\\_Model-Contract-Terms\\_2015.pdf](https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGN_Model-Contract-Terms_2015.pdf)) (zitiert: ICGN, Model Contract Terms)

International Organization of Securities Commissions (Hrsg.): Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds, November 2004 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>) (zitiert: IOSCO, Fees and Expenses Report 2004)

- Private Equity Conflicts of Interest, Final Report FR 11/10, November 2010 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD341.pdf>) (zitiert: IOSCO, PE COI Report 2010)
- Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds – Consultative Report, CR06/2015, Juni 2015 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD491.pdf>) (zitiert: IOSCO, Fees and Ex-

penses Report 2015)

Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes, Gz. VII B 1 - WK 2000/13/10008:006, Eingabe v. 11.03.2014 ([http://www.idw.de/idw/download/Eingabe\\_FinMarktAnpG.pdf?id=637678&property=Datei](http://www.idw.de/idw/download/Eingabe_FinMarktAnpG.pdf?id=637678&property=Datei)) (zitiert: IDW, Eingabe zum Finanzmarktanpassungsgesetz v. 11.03.2014)

Institute of International Finance (Hrsg.): Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations – Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008, Bericht v. 17.07.2008 (<https://www.iif.com/file/7102/download?token=zVgadpJM>) (zitiert: IIF, Best Practice Recommendations 2008)

Institutional Limited Partners Association (Hrsg.): Private Equity Principles, Version 2.0, Januar 2011, (<http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>) (zitiert: ILPA, PE Principles 2.0 (2011))

International Private Equity Valuation Association (Hrsg.): International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, Dezember 2012 ([http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user\\_upload/pdfs/130301\\_IPEV\\_Valuation\\_Guidelines\\_Ed\\_December\\_2012.pdf](http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user_upload/pdfs/130301_IPEV_Valuation_Guidelines_Ed_December_2012.pdf)) (zitiert: IPEV-Guidelines 2012)

Linklaters LLP (Hrsg.): Off piste – Negotiating Europe’s LBO debt mountain, Report April 2012 (<http://www.linklaters.com/Insights/wall-of-debt/Pages/Index.aspx>) (zitiert: Linklaters, LBO Report 2012)

Office of the Comptroller of the Currency / Board of Governors of the Federal Reserve System / Federal Deposit Insurance Corporation (Hrsg.): Interagency Guidance on Leveraged Lending v. 22.03.2013 (<https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/FR-LL-Preamble-and-Guidance.pdf>) (zitiert: OCC/Fed/FDIC, Leveraged Lending Guidelines 2013)

Organisation for Economic Co-Operation and Development (Hrsg.): Institutional Investors Statistics 2015 (2007–2014) v. 30.05.2016 ([http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics\\_2225207x](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x)) (zitiert: OECD, Institutional Investors Statistics 2015)

- Preqin (Hrsg.): Press Release, Alternative Assets Industry Grows to Record \$7.4tn in 2015 v. 26.01.2016 (<https://www.preqin.com/docs/press/GAR-Launch-2016.pdf>) (zitiert: Preqin, Alternative Assets 2016)
- PRI Association (Hrsg.): UN Principles for Responsible Investment, Annual Report 2015 ([https://www.unpri.org/download\\_report/9483](https://www.unpri.org/download_report/9483)) (zitiert: UN PRI, Annual Report 2015)
- PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Angekommen in der neuen regulierten Welt – Auswirkungen des KAGB auf die Branche der alternativen Investments, Studie, Oktober 2014 ([http://www.pwc.de/de\\_DE/de/finanzdienstleistungen/real-estate/assets/kagb\\_auswirkungsstudie\\_angekommen-in-der-neuen-regulierten-welt.pdf](http://www.pwc.de/de_DE/de/finanzdienstleistungen/real-estate/assets/kagb_auswirkungsstudie_angekommen-in-der-neuen-regulierten-welt.pdf)) (zitiert: PricewaterhouseCoopers, KAGB-Studie 2014)
- Private Equity International (Hrsg.): PEI 300 – Top 300 Private Equity Firms, PEI Magazin Mai 2016, S. 38–50 ([https://www.privateequityinternational.com/uploadedFiles/Private\\_Equity\\_International/PEI/Non-Pagebuilder/Aliased/News\\_And\\_Analysis/2016/May/Magazine/PEI300%202016.pdf](https://www.privateequityinternational.com/uploadedFiles/Private_Equity_International/PEI/Non-Pagebuilder/Aliased/News_And_Analysis/2016/May/Magazine/PEI300%202016.pdf)) (zitiert: PEI, Top 300 (2016))
- Party of European Socialists (Hrsg.): Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis, Draft Report, März 2007 ([http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/2239\\_EN\\_publication\\_hedge\\_funds\\_0.pdf](http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/2239_EN_publication_hedge_funds_0.pdf)) (zitiert: PES, Hedge Funds and Private Equity)
- Scope Analysis (Hrsg.): Renditeverlust durch Performance Fee – Scope Studie zu erfolgsabhängigen Vergütungsmodellen bei Investmentfonds, Studie v. 17.04.2014 (<https://www.scoperatings.com/study/download%3Bjsessionid=50601A5AAAF0179E3752039C372362AD?id=b0a5a7b4-7753-45b0-9744-53794e3e9e03>) (zitiert: Scope, Gebührenstudie 2012)
- SNL Financial (Hrsg.): Largest 100 banks, Online-Ressource v. 03.08.2015 (<https://www.snl.com/InteractiveX/Article.aspx?cdid=A-33361429-13866>) (zitiert: SNL Financial, Largest 100 Banks (2015))
- SWF Institute (Hrsg.): Sovereign Wealth Fund Rankings – Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management, ohne Datum (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>) (zitiert: SWF Institute, Online Ranking 2016)

Towers Watson (Hrsg.): A fairer deal on fees – Our thoughts on alignment of manager fees, Juli 2011, ([http://www.familyofficesummit.com/digital\\_assets/5487/A\\_fairer\\_deal\\_on\\_fees.pdf](http://www.familyofficesummit.com/digital_assets/5487/A_fairer_deal_on_fees.pdf)) (zitiert: Towers Watson, Private Equity Report 2011)

- Hedge fund investing – Opportunities and challenges, April 2012, (<http://www.towerswatson.com/en/Press/2012/05/Hedge-fund-fees-get-a-makeover-as-investors-take-the-upper-hand>) (zitiert: Towers Watson, Hedge Fund Report 2012)

United States Securities and Exchange Commission (Hrsg.): Securities and Exchange Commission v. Goldman, Sachs & Co. and Fabrice Tourre, Civil Action No. 10 Civ. 3229 (S.D.N.Y. filed April 16, 2010) – Goldman Sachs to pay record \$ 550 million to settle SEC charges related to subprime mortgage CDO, Bekanntmachung v. 15.07.2010 (<https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21592.htm>) (zitiert: SEC Litigation Release No. 21592 v. 15.07.2010)

Willis Towers Watson: Global Pensions Asset Study 2016 v. 02.02.2016 (<https://www.willistowerswatson.com/DownloadMedia.aspx?media={9FF7A5FA-C2E8-419F-9A80-149DFDE03218}>) (zitiert: Willis Towers Watson, Pensions 2016)

World Economic Forum (Hrsg.): Globalization of Alternative Investments, Working Papers Vol. 3, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010 ([http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_IV\\_PrivateEquity\\_Report\\_2010.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf)) (zitiert: WEF, Private Equity Report 2010)