

## Inhaltsverzeichnis

1. Teil: Einleitung und Gang der Darstellung.....	1
A.    Einleitung.....	1
B.    Gang der Darstellung.....	2
2. Teil: Charakteristika eines Mezzanine-Fonds .....	5
A.    Struktur und Aufbau .....	5
I.    Allgemeines .....	6
II.   Direkter Mezzanine-Fonds .....	6
III.  Mezzanine-Dachfonds .....	9
IV.  Organisationsstruktur .....	12
B.    Einsatz von Mezzanine durch den Fonds .....	19
I.    Mezzanine als Finanzierungsbaustein .....	19
1.    Gemeinsamkeiten.....	20
2.    Entwicklung des Mezzanine(-Fonds)-Geschäfts .....	23
3.    Motive .....	25
a)    Basel II.....	26
b)    Rating .....	27
c)    Verwässerungsschutz .....	32
d)    Kostenvorteil .....	34
e)    Ergebnis.....	36
4.    Nachteile .....	36
II.   Vergütungsstruktur .....	38
III.  Die verschiedenen mezzaninen Finanzierungsinstrumente .....	40
1.    Fremdkapitalbezogene mezzanine Finanzierungsinstrumente .....	42
a)    Nachrangdarlehen.....	43
aa)   Grundlagen .....	44
bb)   Zuordnung zum Eigenkapital .....	45
b)    Verkäuferdarlehen.....	45
aa)   Grundlagen .....	46
bb)   Zuordnung zum Eigenkapital .....	46
c)    Partiarisches Darlehen.....	47
aa)   Grundlagen .....	47
bb)   Zuordnung zum Eigenkapital .....	48
d)    Typisch stille Beteiligung.....	49
aa)   Grundlagen .....	49
bb)   Zuordnung zum Eigenkapital .....	51
2.    Eigenkapitalbezogene mezzanine Finanzierungsinstrumente .....	52
a)    Atypisch stille Beteiligung .....	53
aa)   Grundlagen .....	53
bb)   Zuordnung zum Eigenkapital .....	54
b)    Genussrechte und -scheine .....	55

aa)	Grundlagen .....	56
bb)	Zuordnung zum Eigenkapital .....	59
3.	Hybride Finanztitel .....	61
a)	Wandelanleihen .....	62
aa)	Grundlagen .....	62
bb)	Zuordnung zum Eigenkapital .....	63
b)	Optionsanleihen .....	63
aa)	Grundlagen .....	63
bb)	Zuordnung zum Eigenkapital .....	65
4.	Abgrenzungsfragen .....	66
a)	Abgrenzung Darlehen zur stillen Gesellschaft .....	67
b)	Abgrenzung Genussrecht zur stillen Gesellschaft und zum Darlehen .....	70
5.	Zwischenergebnis .....	71
IV.	Der (Equity) Kicker .....	72
1.	Allgemeines .....	72
2.	Einsatzmöglichkeiten .....	74
3.	Ausgestaltung als Option oder Wandlungsrecht .....	75
4.	Non-Equity Kicker und Virtual Equity Kicker .....	75
5.	Sittenwidrigkeit .....	77
6.	Zwischenergebnis .....	78
V.	Mögliche Einsatzgebiete von Mezzaninen .....	79
1.	Mittelständische Unternehmen .....	79
2.	Wachstumsfinanzierung und Rekapitalisierung .....	82
3.	Buy-Out- und Buy-In-Transaktionen .....	83
4.	PIPE-Mezzanine .....	85
5.	Sondersituationen .....	86
a)	Börsenrückzug (Public to Private) .....	86
b)	Sanierung .....	87
VI.	Zwischenergebnis .....	89
C.	Ablauf einer typischen Mezzanine-Fonds-Finanzierung .....	90
D.	Abgrenzung zu anderen Fondsarten .....	94
I.	Abgrenzung zu klassischen Private Equity-Fonds .....	95
1.	Gemeinsamkeiten .....	96
2.	Unterschiede .....	97
3.	Stellungnahme und Einordnung .....	100
II.	Abgrenzung zu Venture Capital-Fonds .....	104
III.	Abgrenzung zu Hedge-Fonds .....	106
IV.	Abgrenzung zu Private Debt-Fonds .....	107
V.	Abgrenzung zu Genussschein-Fonds .....	110
VI.	Kategorisierung .....	112
E.	Ergebnis zum zweiten Teil .....	113

3. Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Fragestellungen.....	117
A.    Einleitung.....	117
I.    Eingrenzung der Untersuchung.....	117
II.   Europäische Harmonisierung .....	118
B.    Finanzinstrumentsbegriff.....	118
I.    Anteil am Mezzanine-Fonds als Wertpapier .....	120
1.  Der Wertpapierbegriff.....	121
a)  Weiter Wertpapierbegriff .....	123
b)  Inhaltlich unveränderter Wertpapierbegriff .....	124
c)  Verwaltungsauffassung .....	125
d)  Stellungnahme .....	125
e)  Handelbarkeit, Übertragbarkeit und Vergleichbarkeit.....	128
aa)  Handelbarkeit.....	128
(1)  CESRs Auffassung.....	129
(2)  Nationale Auffassung und Stellungnahme .....	131
bb)  Vergleichbarkeit .....	137
2.  Zwischenergebnis .....	138
II.   Finanzierungsinstrumente als Finanzinstrumente .....	139
1.  Wertpapier .....	140
a)  Genussschein und Genussrecht als Wertpapier.....	140
b)  Options-/Wandelanleihe und Optionsschein als Wertpapiere ....	141
2.  Geldmarktinstrumente .....	143
3.  Optionsanleihe bzw. -schein als Derivat .....	144
III.  Zwischenergebnis .....	147
C.    Kreditwesengesetz.....	147
I.    Das Zusammenspiel des InvG mit dem KWG.....	148
II.   Bestehen einer Erlaubnispflicht gemäß § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG...	149
1.  Bankgeschäft oder Finanzdienstleistung .....	149
a)  Bankgeschäft .....	150
aa)  Einlagengeschäft.....	150
(1)  Grundkonstellation.....	151
(2)  Drei-Personenverhältnisse .....	153
(3)  Zwischenergebnis.....	154
bb)  Kreditgeschäft.....	155
(1)  Bestehen eines Darlehens .....	155
(2)  Umfang.....	158
(3)  Ausnahmen.....	159
(4)  Zwischenergebnis.....	160
cc)  Finanzkommissionsgeschäft.....	161
(1)  Auffassung der BaFin und von Teilen der Literatur.....	162
(2)  Auffassung der Rechtsprechung .....	164
(3)  Auffassung der Literatur und Praxis.....	165
(4)  Stellungnahme.....	165

(5) Zwischenergebnis.....	169
dd) Depotgeschäft .....	169
ee) Rechtsgeschichte: Investmentgeschäft .....	171
ff) Emissionsgeschäft .....	173
gg) Zwischenergebnis .....	175
b) Finanzdienstleistung .....	175
aa) Anlagevermittlung .....	176
bb) Anlageberatung .....	177
cc) Abschlussvermittlung .....	178
dd) Finanzportfolioverwaltung .....	179
(1) Einzelne in Finanzinstrumenten angelegte Vermögen .....	179
(2) Für andere .....	180
(3) Verwaltung .....	181
(4) Mit Entscheidungsspielraum .....	181
(5) Zwischenergebnis .....	182
ee) Eigenhandel für andere .....	182
ff) Anlageverwaltung .....	184
(1) Entstehungsgeschichte .....	184
(2) Tatbestandsvoraussetzungen .....	187
(i) Dienstleistung für natürliche Personen als Anleger- gemeinschaft .....	187
(ii) Finanzinstrument .....	191
(iii) Anschaffung und Veräußerung .....	191
(iv) Entscheidungsspielraum bei Auswahl .....	193
(v) Schwerpunkt des Produkts .....	194
(vi) Wertentwicklungsteilnahme als Zweck .....	195
(vii) Verhältnis zum InvG und allgemeine Subsidiarität .....	196
(viii) Fehlende Passportfähigkeit .....	197
(ix) Übergangsregelung .....	198
(3) Ergebnis .....	199
gg) Eigengeschäft .....	200
2. Gewerbsmäßigkeit oder kaufmännischer Geschäftsbetrieb .....	201
a) Gewerbsmäßigkeit .....	201
b) In kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb .....	202
c) Zwischenergebnis .....	203
3. Träger der Erlaubnis .....	204
4. Geschäftsaufnahme im Inland und grenzüberschreitende Tätigkeit .....	206
5. Generelle Ausnahmen nach § 2 Abs. 1 und Abs. 6 KWG .....	210
6. Befreiung nach § 2 Abs. 4 Satz 1 KWG .....	210
a) Grundsatz .....	211
b) Anwendung auf Mezzanine-Fonds .....	212
aa) Unmittelbare Argumente .....	212
bb) Parallelen aus dem Einkommenssteuerrecht .....	214

c) Ergebnis.....	217
7. Rechtssicherheit durch Entscheidung der BaFin.....	218
8. Rechtsfolge .....	219
III. Ergebnis.....	221
D. Wertpapierhandelsgesetz.....	222
I. Europarechtlicher Hintergrund und Normenzusammenhang.....	222
II. Anwendung auf Mezzanine-Fonds.....	223
1. Wertpapierdienstleistungen .....	223
2. Entsprechende Geltung des WpHG auf Anlageverwalter .....	225
3. Wertpapiernebenleistungen.....	225
a) Depotgeschäft.....	226
b) Darlehensgewährung .....	226
c) Unternehmensberatung.....	227
d) Übrige Wertpapiernebenleistungen und Zwischen- ergebnis.....	228
4. Wertpapier(neben)dienstleistungsunternehmen .....	229
5. Relevanz der verbotenen Geschäfte.....	232
a) Insiderhandel .....	232
b) Marktpreismanipulation .....	233
c) Pflicht zur Anzeige von Verdachtsfällen .....	233
III. Ergebnis .....	234
E. Investmentgesetz .....	235
I. Rechtslage vor Inkrafttreten des Investmentänderungsgesetzes .....	235
II. Rechtslage nach Inkrafttreten des Investmentänderungsgesetzes....	238
1. Mezzanine-Fonds im InvG .....	240
a) Zulässige Errichtungsform.....	241
aa) Mezzanine-Fonds als Investmentfonds .....	241
(1) Personengesellschaft .....	242
(2) Kein Rückgaberecht.....	242
(3) Private Equity-Ausnahme als Ausschlusskriterium.....	243
(4) Risikomischung.....	244
(i) Grundlagen .....	244
(ii) Anwendung auf Mezzanine-Fonds.....	246
(iii) Aufschiebend bedingte Beteiligung .....	247
(iv) Zwischenergebnis.....	248
(5) Sichere Ausschlusskriterien .....	248
bb) Mezzanine-Dachfonds im InvG .....	249
cc) Mezzanine-Fonds als Investmentaktiengesellschaft .....	249
(1) Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital .....	249
(2) Jetzige Investmentaktiengesellschaft .....	250
dd) Ausländische Mezzanine-Fonds .....	252
(1) Investmentaufsicht .....	252
(2) Kein Rückgaberecht.....	256

(3)	Risikomischung.....	257
(4)	Zwischenergebnis.....	258
ee)	Ausländische Mezzanine-Dachfonds .....	258
ff)	Exkurs: Indirekter Zugang über ausländische Mezzanine-Dachfonds .....	258
(1)	Zulässige Vermögensgegenstände .....	259
(i)	Mezzanine-Dachfondsanteil als Wertpapier .....	260
(ii)	Mezzanine-Dachfondsanteil als Investmentanteil.....	262
(2)	Erwerbbarkeit für Sonstige Sondervermögen und Hedge-Fonds.....	264
b)	Nichtanwendbarkeit des InvG auf Mezzanine-Fonds .....	265
2.	Ergebnis .....	265
F.	Verkaufsprospektgesetz.....	267
I.	Genereller Anwendungsbereich .....	267
II.	Zielgerichtetes öffentliches Angebot im Inland .....	268
III.	Ausnahmen gemäß § 8f Abs. 2 VerkProspG .....	269
IV.	Ergebnis .....	270
G.	Allgemeines Gewerberecht .....	270
I.	Besondere Erlaubnis gemäß § 34c Abs. 1 Satz 1 GewO .....	271
1.	Adressat.....	271
2.	Darlehensvermittlung .....	271
3.	Kommanditbeteiligungen .....	273
II.	Allgemeine Anzeigepflicht gemäß § 14 GewO .....	273
H.	Ergebnis zum dritten Teil .....	275
4. Teil:	Aufsichtsrechtliche und andere Folgen.....	281
A.	Aufsichtsrechtliche Folgen.....	281
I.	Erbringen von Geschäften ohne KWG-Erlaubnis.....	281
1.	Einschreiten der BaFin .....	281
a)	Abwicklung gemäß § 37 Abs. 1 Satz 1, 2 und Abs. 2 KWG.....	282
b)	Bekanntmachung gemäß § 37 Abs. 1 Satz 3 KWG .....	284
2.	Adressaten.....	284
3.	Zwischenergebnis .....	286
II.	Aufsichtsrechtliche Folgen und Befugnisse nach dem WpHG.....	286
III.	VerkProspG .....	287
IV.	Zusammenfassung.....	287
B.	Straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Folgen.....	287
I.	KWG.....	288
1.	Strafrechtliche Sanktionen.....	288
a)	Täterschaft .....	288
b)	Objektiver Tatbestand .....	290
c)	Subjektiver Tatbestand .....	291

aa)	Vorsatz und Irrtumsproblematik.....	291
bb)	Fahrlässigkeit.....	293
d)	Strafmaß .....	293
e)	Teilnahme der Mezzanine-Nehmer.....	294
2.	Ordnungswidrigkeiten .....	294
a)	§ 56 KWG .....	294
b)	§ 30 OWiG .....	295
3.	Zusammenfassung .....	296
II.	Sanktionen des Wertpapierhandelsgesetzes .....	297
1.	Strafrecht.....	297
2.	Bußgeldvorschriften.....	298
III.	VerkProspG .....	298
IV.	GewO.....	300
V.	Zwischenergebnis .....	300
C.	Zivilrechtliche Folgen .....	301
I.	Wirksamkeit der Finanzierungen ohne Erlaubnis .....	301
II.	Schadensersatz.....	303
1.	Schadensersatz gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Schutzgesetz ..	303
a)	Schadensersatz gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 32 KWG ..	304
b)	Schadensersatz gemäß § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Straf- gesetzen .....	304
2.	Schadensersatz aus § 826 BGB .....	305
III.	Prospekthaftung.....	305
1.	Prospekthaftung im engeren Sinne .....	306
a)	Haftung bei fehlerhaftem Prospekt .....	306
aa)	Unrichtiger Verkaufsprospekt .....	306
bb)	Prospektverantwortliche .....	308
cc)	Anspruchsberechtigt .....	309
dd)	Kausalität .....	309
ee)	Verschulden .....	310
ff)	Haftungsumfang .....	310
gg)	Haftungsausschluss und Verjährung .....	310
b)	Haftung bei fehlendem Prospekt .....	311
aa)	Anspruchsberechtigter .....	311
bb)	Verschulden .....	311
cc)	Kausalität .....	312
dd)	Haftungsausschluss.....	313
ee)	Rechtsfolge .....	313
c)	Abgrenzung zwischen fehlerhaftem und fehlendem Prospekt....	313
d)	Zwischenergebnis.....	314
2.	Prospekthaftung im weiteren Sinne.....	314
a)	Kreis der Haftenden.....	315
b)	Vertrauen .....	315
c)	Haftungsumfang .....	316

d) Zwischenergebnis.....	316
3. Deliktische Ansprüche.....	316
4. Prospektpflicht für den Anlegerschutz.....	317
D. Ergebnis zum vierten Teil .....	318
5. Teil: Zusammenfassung und Ausblick .....	319
A. Zusammenfassung .....	319
B. Ausblick.....	330
I. Reformbestrebungen.....	330
II. Der Richtlinienvorschlag der EU von April 2009 im Überblick .....	332