

DIRK A. ZETZSCHE

Prinzipien
der kollektiven
Vermögensanlage

Jus Privatum

192

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM
Beiträge zum Privatrecht

Band 192



Dirk A. Zetzsche

Prinzipien der
kollektiven
Vermögensanlage

Mohr Siebeck

Dirk A. Zetzsche, geb. 1975; Studium der Rechtswissenschaften in Düsseldorf und Toronto; 2004 LL.M. und Promotion; 2012 Habilitation und Verleihung der Lehrbefugnis für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Rechtsvergleichung, Rechtsökonomie und Rechtsethik; seit 2012 Universitätsprofessor an der Universität Liechtenstein und Inhaber des Propter Homines Lehrstuhls für Bank- und Finanzmarktrecht; Direktor des Instituts für Unternehmensrecht an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

Gefördert von der Deutschen Forschungsgemeinschaft und dem Forschungsförderungsfonds der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

Gedruckt mit Unterstützung der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Standort Deutschland sowie des Bundesverbands Alternative Investments e.V.

e-ISBN PDF 978-3-16-152701-2
ISBN 978-3-16-152271-0
ISSN 0940-9610 (Jus Privatum)

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

© 2015 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

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

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

Für Conny.
Für Sophia und Julia.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2011/2012 von der Juristischen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf als Habilitationsschrift angenommen. Sie ist in der Zeit von 2007 bis 2011 am Institut für Unternehmensrecht und am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, bei Forschungsaufenthalten an den Universitäten Cambridge, Oxford, Toronto, Tilburg und Liechtenstein sowie in den Jahren 2009 und 2010 auf einer von der Deutschen Forschungsgemeinschaft finanzierten eigenen Stelle sowie im Anschluss daran als Vertretungsprofessor an der Universität Liechtenstein entstanden.

Die Entstehung der Arbeit haben zahlreiche Menschen direkt und indirekt unterstützt. Ihnen allen gilt mein Dank. Besonders zu danken haben ich meinem akademischen Lehrer *Prof. Dr. Ulrich Noack* für die langjährige Förderung und Begleitung auch in stürmischen Zeiten. In mir großzügig gewährten Freiräumen konnte ich alle Rechtsfragen und Rechtsordnungen erforschen. Herr *Prof. Dr. Christian Kersting* hat für Diskussionen zur Verfügung gestanden und darüber hinaus das Zweitgutachten zügig erstellt. Herr *Prof. Dr. Dr. h.c. Carsten P. Claussen* diente als Vorbild für einen ethisch handelnden Finanzjuristen und unterstützte das Entstehen der Arbeit durch Rat und Tat. Frau *Prof. Dr. Katja Langenbucher* danke ich für die Bereitschaft, externe Gutachten im Kontext der Preisausschreibungen zu übernehmen.

Zu Dank verpflichtet bin ich zudem für Anregungen und Diskussionen von *Dr. Dan Awrey*, *Prof. Brian Cheffins*, *Dr. Benedikt Czok*, *Prof. Dr. Barbara Dauner-Lieb*, *Prof. Paul Davies*, *Frank Dornseifer*, *Prof. Dr. Eilis Ferran*, *Prof. Dr. Holger Fleischer*, *Prof. Dr. Tim Florstedt*, *Prof. Dr. Johua Getzler*, *Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt*, *Dr. Carsten Jungmann*, *Prof. Dr. Lars Klöhn*, *Prof. Richard Nolan*, *Thibaut Partsch*, *Prof. Dr. Stefan Simon*, *Ralph Sutter*, *Prof. Dr. Tobias Tröger* sowie einem anonymen Gutachter der Deutschen Forschungsgemeinschaft. Daneben hat die Arbeit von Seminaren und Workshops am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg sowie den Universitäten Cambridge, Düsseldorf, Köln und Oxford profitiert.

Tatkräftige Unterstützung haben meine Mitarbeiter geleistet: *David Eckner* hat mich über mehrere Jahre bei der Literaturrecherche und -verwaltung unterstützt. *Thomas Marte* und *Christina Preiner* haben im Rahmen der Druckle-

gung Verantwortung übernommen. *Nadja Dobler, Sebastiaan Hooghiemstra, Anna Rachbauer, Dr. Wilhelm Wachter* und *Prof. Dr. Seraina Grünwald* danke ich für die Einsatzfreude und die Unterstützung bei der Aktualisierung.

Meine Frau *Dr. Cornelia Zetzsche* hat zahlreiche Entbehrungen auf sich genommen, damit ich die Arbeit vor der Geburt unserer ersten Tochter abschließen konnte; *Sophia* und *Julia Zetzsche* mussten ihren Vater vor der Drucklegung häufig entbehren. Meine Eltern *Harmut und Regina Zetzsche* haben mir Mut zugesprochen, wenn ich zweifelte, und mich bei drohender Euphorie geerdet. Mein Bruder *Kay Zetzsche* war für Diskussionen rund um Investmentfonds aus ökonomischer Sicht stets ansprechbar.

Dank schulde ich schließlich den zahlreichen Stellen, die meine Arbeit großzügig finanziell unterstützt haben: Der Forschungsförderungsfonds der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf hat ein Stipendium zur Erstellung des Antrags bei der Deutschen Forschungsgemeinschaft und die Arbeit begleitende Sachmittel für Auslandsaufenthalte bereitgestellt. Die Deutsche Forschungsgemeinschaft hat mir eine intensive Forschung durch Finanzierung einer eigenen Stelle für einen Zeitraum von zwei Jahren ermöglicht. Das *Herbert Smith Visiting Scholarship* der University of Cambridge im Jahr 2008, Faculty of Law, sowie ein mehrwöchiger Aufenthalt auf Einladung der Faculty of Law der Oxford University im Jahr 2010 ermöglichten mir Zugang zu exzellent ausgestatteten Bibliotheken und damit zu anderen Rechtsordnungen.

Die Arbeit wurde mit dem „Forschungskompass – Innovationspreis der Freien und Hansestadt Hamburg“, dem „1. Preis für Habilitationen“ des Hochschulpreises des Deutschen Aktieninstituts e.V. sowie dem Forschungspreis der Stiftung Kapitalmarktforschung für den Standort Deutschland ausgezeichnet, ihre Drucklegung haben die Stiftung Kapitalmarktrecht für den Standort Deutschland und der Bundesverband Alternative Investments e.V. gefördert.

Die Arbeit befindet sich auf dem Stand 31. Dezember 2014. Nachfolgende Publikationen konnten vereinzelt berücksichtigt werden.

Düsseldorf, im April 2015

Dirk Zetzsche

Professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees...¹

It is the long term investor, he who most promotes the public interest, who will in practice come in for most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is in the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.²

J.M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, chapter 12.

¹ In deutscher Übersetzung S. 131.

² In deutscher Übersetzung S. 133.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
§ 1 – <i>Einleitung</i>	1
A. Kollektive Vermögensanlage als Finanzintermediation	2
I. The Rise of Collective Investment	3
II. Erkenntnisdefizit	6
III. Rechtsprechung	9
B. Zieltrias des Kollektivanlagenrechts	14
I. Sozialinteresse (Funktionsschutz)	14
II. Individualinteresse	17
1. Marktrisiken	17
2. Verwalterrisiken	19
a) Verfügungsbefugnis des Verwalters	19
b) Anlagekaskade	20
c) Verwalterauswahl als Vertrauenskredit	20
3. Reaktionen des Rechts	21
III. Fortentwicklung zur Zwecktrias	22
1. Unternehmerischer Impetus als notwendige Ergänzung	22
2. Beispiel: Fondsgröße und Anlageliquidität	23
3. Funktionierender Wettbewerb?	24
C. Kollektivanlage als Untersuchungsgegenstand	25
I. Verfassungsrecht	25
1. Vermögen i.S.v. Art. 14 GG	25
2. Gewerbe- und Berufsfreiheit	26
3. Gleichheit (Art. 3 GG)	27
4. Privatautonomie (Art. 2 Abs. 1 GG)	29
II. Finanzmarktaufsichtsrecht	29
III. Privatrecht	31
D. Untersuchungsparameter	32
I. Organisations- und Verhaltenspflichten	32
II. Rechtsformübergreifende Perspektive	34
III. Kollektivität und Individualität	36
IV. Begrenzung des Untersuchungsgegenstands	37

1. Vertriebsrecht	37
2. Randformen der Kollektivanlage	37
3. Corporate Governance und Market Governance	38
4. Rechtsvergleich	39
E. Systembedarf	39
I. Strukturen und Prinzipien	39
1. Rechtsformübergreifender Wertungstransfer	39
2. Grenzen der rechtsformbezogenen Betrachtung	40
3. Transparenz der Kollektivanlage	41
II. Reichweite der Gestaltungsfreiheit	42
1. Grenzen der Privatautonomie	42
2. Interessenausgleich	44
3. Verwalter- und Verwahrerplichten	45
III. Rechtsbeziehungen der Anleger unter- und zueinander	48
1. Kollektivität vs. Individualität	48
2. Integration der professionellen Anlage	49
3. Gleichordnungsverhältnis	50
F. Gang der Untersuchung	52

Erster Teil

Untersuchungsgegenstand

<i>Erstes Kapitel: Definition und Typus</i>	57
§2 – Definition	57
A. Anlage / Investment / Investition	59
I. Investment und Investition	59
1. Herkunft	59
2. Zwei Bedeutungen	60
3. Deutsche Rechtssprache	61
II. Anlage	64
1. Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht	64
2. Handelsbilanzrecht	65
3. Finanzmarktrecht	68
III. Anlage als Investment	70
IV. Rechtsvergleichende Verprobung	71
B. Gemeinschaft von Anlegern / Kollektiv	75
I. Terminologie	75
II. Rechtsformen	77
III. Individuelle vs. kollektive Vermögensanlage	80
IV. Rechtsvergleichende Verprobung	81

C. Vermögen / Fonds	84
I. Rechtsbegriff	84
II. Zuordnungswechsel als Trennlinie zur Individualanlage	87
III. Konsequenzen der Vermögensmischung	89
D. Fremdverwaltung	89
I. Selbständigkeit	91
II. Wirtschaftliche Vermögensverwaltung	93
1. Abgrenzung	93
2. Investmentprozess	95
III. Handeln für Rechnung des Anlegerkollektivs	97
IV. Rechtsvergleichende Verprobung	99
E. Organismus für gemeinsame Anlagen vs. AIF	103
F. Zwischenergebnis	104
§3 – Typusmerkmale	105
A. Intermediär	105
I. Informationsintermediär	105
II. Marktintermediär	106
III. Finanzintermediär	107
1. Fungibilität	107
2. Losgröße	108
3. Fristen	108
4. Risikotransformation durch Anlage	108
B. Fondstyp	109
I. Offener und geschlossener Typ	109
II. Intermediärtheorien und offene Fonds	109
C. Anlagestrategie und -gegenstand	110
I. Verwaltungsmodus	110
1. Organisationsrecht	110
2. Vertriebsrecht	111
II. Anlagegegenstände	112
1. Finanzinstrumente	112
2. Illiquide Anlagen	114
3. Mischformen	116
III. Ertrags- und Risikohebelung	117
IV. Ausschüttung	118
D. Risikomischung	119
I. Ökonomische Funktion	119
II. Leitprinzip des KAGB?	122
1. Konstitutives Merkmal des InvG	122
2. Bedeutung unter dem KAGB	123

3. Technik	124
4. Ausstrahlungswirkung jenseits der Anlagegrenzen?	127
III. Übrige Organisationsformen	129
1. Europäisches Gesellschafts- und Vertriebsrecht	130
2. Organisationsrecht	131
3. Rechtsvergleichende Verprobung	132
E. Zwischenergebnis	134
§ 4 – Zweifelsfälle	135
A. Managed Accounts	135
B. Ein-Anleger-Fonds	140
I. Spezialfonds	140
II. Kollektive Vermögensanlage?	142
1. Rechtslage unter dem KAGB	142
2. Ausländisches Recht	143
C. Perspektive: Objektive oder subjektive Sicht?	144
D. Fazit	145
<i>Zweites Kapitel: Abgrenzung</i>	<i>147</i>
§ 5 – Holding	147
A. Anlageorganisation oder Holding	147
I. AIFM-RL	147
II. Gesetzliche Unternehmensbegriffe	148
1. Verbraucher und Unternehmer (§§ 13, 14 BGB)	148
2. Handelsrechtlicher Gewerbebegriff	150
3. Steuerrechtlicher Gewerbebegriff	153
4. Steuer- oder Handelsrechtliches Unternehmen?	159
5. Bilanzrecht	160
III. Typisierende Betrachtung	161
1. Literatur	161
2. Ausländische Investmentvermögen	163
IV. Zwischenergebnis	165
B. Kapitalgeber: Anleger vs. Aktionäre und Gläubiger	165
I. Anlegerkategorien	165
1. Professionelle (Institutionelle) Anleger	165
2. Kollektivanlage als Privat- und institutionelle Anlage	167
II. Anlegerbezogene Kriterien?	168
III. Sonstige Anlegermehrheiten	169
C. Rechtsvergleichender Rundblick	170

D. Das Zweckkriterium des § 247 Abs. 2 HGB	175
I. Zweckfreiheit auf der Anlegerebene	175
II. Zweckfreiheit auf der Kollektivebene	175
III. Rechtliche Zweckfreiheit	177
§ 6 – Aleatorische Verträge	178
A. Versicherung	179
B. Altersvorsorge	180
C. Glücksspiel und Wette	183
D. Spekulation?	184
I. Juristische Diskussion	185
1. Steuerrecht	186
2. Strafrecht	187
3. Finanzmarktrecht	189
a) Materielle Definition?	189
b) Formelle Ergebnissicherung	190
4. Zwischenergebnis	192
II. Ökonomische Diskussion	193
III. Konsequenzen für die weitere Untersuchung	196
§ 7 – Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen	198
A. Bankgeschäfte	198
B. Finanzdienstleistungen	200
C. Öffentlich-rechtliche Beteiligungsaktivität	201
§ 8 – Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	202
A. Definition	202
B. Abgrenzung	203
C. Fortgang der Untersuchung	203

Zweiter Teil

Wirtschaftsethische Grundlagen

<i>1. Kapitel: Ethik und Finanzmarktrecht</i>	207
§ 9 – Interdependenz von Ethik und Recht	207
A. Ethik, Ökonomie und Recht	207
I. Ethik und Recht als kontextuale Größen	207
II. Wirtschaftsethik als Interdisziplin	213
III. Compliance als juristische Dimension der Wirtschaftsethik	215

B.	Ethik als Gestaltungsprinzip des Rechts	216
I.	Substitut	216
II.	Triebkraft	218
III.	Grenze	219
C.	Finanzmarkt als ethisches Nullsummenspiel?	220
I.	Individuethik?	220
II.	Systemethik?	222
III.	Konsequenzen	224
2. Kapitel:	<i>Ethische Referenzpunkte der Kollektivanlage</i>	227
§ 10 –	Anlagedimension	227
A.	Antike: Kapitalanlage als Chrematistik	228
I.	Altes Testament	228
II.	Griechisch-römische Philosophie	229
1.	Zinsverbot	230
2.	Wider die Vermögensakkumulation	232
III.	Neues Testament	235
B.	Hochzeit und Erosion der Aristotelischen Wirtschaftsethik	236
I.	Von der elitären zur sozialen Ethik	236
II.	Scholastische Erosion	238
III.	Konfessioneller Dreiklang	240
1.	Christliche Wirtschaftsethik nach der Reformation	240
2.	Das Weber-Theorem	244
3.	Konsequenzen für die Gegenwart	245
C.	Gegenwartsethik	246
I.	Vermögensakkumulation durch Kapitalanlage	246
II.	Glücksspiel / Spekulation	248
D.	Zwischenergebnis	250
§ 11 –	Verwalterdimension	251
A.	Anlegerinformation	251
B.	Interessenkonflikte	253
C.	Verwaltervergütung	254
D.	Chancengleichheit der Anleger	256
§ 12 –	Außendimension	257
A.	Kritik der Investmentfonds	257
I.	Systemethische Verantwortung?	257
II.	Kurzfristiges Kapital?	258
III.	(Krisen-)Treiber?	260
IV.	Wiederherstellung der Freiheit?	261
B.	Ethical Investment	262

C. Spezielle Anlagestrategien	264
I. Hedgefonds	264
1. Alter Wein in neuen Schläuchen	264
2. Exzessprävention	264
II. Venture Capital	265
III. Private Equity	266
1. Verpflichtung von Fonds auf das Unternehmens- interesse?	266
2. AIFM-RL als nicht-ethisches Recht	267
 3. Kapitel: Gestaltungsparameter der Binnenorganisation	 269
§ 13 – Grenzen der ethischen Steuerung	269
A. Ethik als Gestaltungsprinzip	269
B. Ethische Neutralität der Anlageorganisation	270
C. Recht statt Ethik in disparaten Sozialgefügen	271

Dritter Teil

Entwicklung zum Sonderrecht

1. Kapitel: Ursprung im Privatrecht	275
§ 14 – Techniken der Anlagepartizipation	275
A. Frühe Anlageformen	275
I. Professionelle Anlage in der Antike	275
II. Die Publikumsanlage im Spätmittelalter	277
1. Leibrente als Anlageersatz	278
2. Anlagestrategie	279
3. Vergleich mit modernen Kollektivanlagen	280
B. Private Equity als Staatsräson	281
I. Oberitalienische Staatsanleihen	281
II. Die Niederländisch-Ostindische Kompagnie (VOC)	281
III. (Public) Private Equity (19. Jahrhundert)	282
1. Société Générale (1822 pp.)	282
2. Crédit Mobilier (1852)	283
IV. Vergleich mit modernen Investmentfonds	284
1. VOC als Wagniskapitalfonds	284
2. Offener vs. geschlossener Typ	285

C.	Fremdverwaltetes Kollektiv (Pooling)	285
I.	Die Tontinengesellschaft (ca. 1650 pp.)	286
	1. Soziale Sicherung mit morbidem Element	286
	2. Vergleich mit heutigen Kollektivanlagen	288
II.	Die Negotiatie: vertraglicher Fonds mit Börsennotierung	288
	1. Plantagenfonds	288
	2. Vergleich mit heutigen Kollektivanlagen	289
D.	Diversifikation	290
I.	Niederländische Fonds	290
	1. „Gemeinsam sind wir stark“	290
	2. Blüte und Niedergang	291
II.	Schweizerische geschlossene Fonds (1849)	293
E.	Ausdifferenzierung: Rechtsform, Verwalterermessen, Typ	294
I.	Schottische Investment Companies	294
II.	Englische Investmenttrusts (1868 pp.)	295
	1. Halbstarrer Trust	295
	2. Commercial Trusts als Umgehung des Companies Act	297
	3. Die britische Fondskrise 1890	297
	4. Unit Trusts (Flexible Trust, offener Typ)	299
	5. Anlagengenossenschaften	300
III.	Niederlande: Reanimation der Fondsidee (1869 ff.)	300
IV.	Deutsche Industriebeteiligungsgesellschaften (1873 pp.)	301
	1. Beteiligungs-AG mit Bankhintergrund	301
	2. Ursache für das Fehlen diversifizierter Kollektivanlagen	303
	3. Privatanlage-Strukturen der 1920er Jahre	304
V.	Offener Typ: US-Mutual Funds (1907, 1924 pp.)	307
	1. Retailisation, Boom und Bust des geschlossenen Typs	308
	2. Offener Typ, Mutual Funds	310
	3. Fixed Unit Investment Trusts des geschlossenen Typs	312
VI.	Entwicklung in anderen Staaten	312
F.	Zwischenergebnis	314
2. Kapitel: Regulierung zwischen Anleger- und Funktionsschutz		315
§ 15 – Beginn der anlegerschützenden Regulierung		315
A.	USA	315
I.	US Securities Regulation	316
	1. Vertriebsregulierung: Securities Act mit Securities Exchange Act (1933, 1934)	316
	2. Revenue Act of 1936 als Produktregulierung	317

3. Produktregulierung des Investment	
Companies Act 1940	318
a) Investment Company als Urform	319
b) Anlegerschutzvorschriften	319
c) Enforcement	321
4. Verwalter- und Gebührenregulierung der 1970er Jahre	321
a) Verwalterregulierung für externe Verwaltungs-	
gesellschaften (1970)	324
b) Rate Regulation (1970)	325
c) Offenlegung und verdeckte Erträge:	
Securities Acts Amendments of 1975	326
II. Venture Capital und Private Equity	328
1. SBIC (1958)	328
2. Business Development Companies (1980)	329
3. Freie Beteiligungsgesellschaften	330
III. US-Bundesstaaten	331
1. Trust Law	331
2. Corporate Law	333
3. Partnership Law	334
B. Europäische Vertriebsstaaten	334
I. Großbritannien (1939 pp.)	335
1. Investment Trust Companies	335
2. Unit Trusts: Prevention of Fraud (Investments)	
Act 1939 und 1958	335
3. Anlagengesellschaften unter dem Industrial	
and Provident Societies Act	338
4. Financial Services Act 1986	338
II. Frankreich (1945 pp.)	339
III. Deutschland (seit 1957)	341
1. Offene Fonds	341
2. AuslInvG (1969)	343
3. Geschlossene Fonds	344
a) Beteiligungsgesellschaften	344
b) Sonderrecht der Publikumspersonengesellschaft	
(1970 pp.)	345
c) UBG (1986) und WKG (2008)	347
C. Europäische Finanzzentren	349
I. Liechtenstein (1960)	349
II. Schweiz (AFG 1966)	349
III. Luxemburg (seit 1972)	351

§ 16 – Internationalisierung, Optimierung, Intensivierung	354
A. Europäische Union und EWR	354
I. Bereichsausnahme	354
1. Gesellschaftsrecht	355
2. Kapitalmarktrecht	358
3. Bank- und Wertpapierdienstleistungen	361
4. Sonderstatus	362
II. OGAW I-RL bis FSAP	363
1. OGAW I-RL	363
a) Produkt- und Vertriebsregulierung	363
b) Weichenstellungen	364
2. OGAW II und III: Produkt- und Verwalter-RL (2001)	365
III. FSAP bis OGAW IV-RL	367
1. OGAW	367
a) Definitions-RL	367
b) OGAW IV-RL	367
2. Alternative Investmentfonds	368
a) Produktregulierung	368
b) Private Placement	369
IV. EU-/EWR-Mitgliedstaaten	369
1. Luxemburg	370
a) Publikumsfonds (OPC)	370
b) Spezialfonds (FIS)	372
c) Wagniskapitalfonds (SICAR)	373
d) Rechtshistorische Einordnung	374
2. Deutschland	376
a) KAGG und InvG	376
b) Sonstige, insbesondere geschlossene Fonds	381
3. England	382
a) Regulated CIS	382
b) Unregulated CIS	383
c) Investment Trusts	385
4. Liechtenstein	387
B. Schweiz	389
I. Anlagefondsgesetz 1994	389
II. Kollektivanlagengesetz 2006	390
C. US-Securities Regulation	392
I. Anteilsvertrieb	393
1. Vom Disclosure Creep zur Key Information	393
2. Zwischenberichterstattung (2004)	393
3. Vertrieb: Werbung und Vertriebskostenverteilung	394
II. Aufsichtskompetenzen	395

1. National Securities Market Improvement Act of 1996	395
2. Gramm-Leach-Bliley Act (1999)	396
III. Fund Governance (2000 bis 2004)	396
1. Code of Ethics	396
2. Board of Directors	397
3. Proxy Voting	398
4. Late Trading und Market Timing	398
D. Zwischenergebnis	401
§ 17 – Funktionsdualismus: Anleger- und Systemrisiken	402
A. Systemschutz als Handlungsmaxime (IOSCO, G20)	402
B. USA: Private Funds und Money Market Funds	403
I. Private Funds	403
1. Insbesondere: Hedgefonds	405
2. Dodd-Frank-Act 2010	406
II. Geldmarktfonds	409
C. Europa: AIFM & OGAW V/VI	410
I. Europäische Vorgaben	411
1. Verwalterregulierung für AIFs	411
2. Grenzüberschreitender AIF-Vertrieb und Verwaltung	412
3. Verwahrstellenregulierung	412
4. Europäische Produktregulierung	413
II. Umsetzung in den Mitgliedstaaten	414
1. Integration oder Separation der Fondsregulierung . . .	414
2. Regulierung des AIFM	415
a) Großer AIFM	415
b) Kleiner AIFM: Registrierung oder Zulassung? . . .	416
aa) Publikums- und professionelle AIF	416
bb) Einheitsansätze	418
cc) Produktbezogene Differenzierung	418
3. Produktregulierung	419
a) Typenzwang und Anlagestrategien	419
b) Mindestdiversifikation	421
4. Die Umsetzung der AIFM-RL im System des europäischen Kapitalmarktrechts	423
a) Verwalter-, Produkt- oder Vertriebsregulierung . . .	423
b) Anleger- vs. Funktionsschutz	423
c) Vertriebs- vs. Produktionstaat	424
§ 18 – Entwicklungslinien	425
A. Vier Phasen	425
B. Rechtliche Kontrapunkte	426
I. Privat- und Aufsichtsrecht	426

II. Private und professionelle Anlage	427
III. Anleger- und Funktionsschutz	427
C. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	428

Vierter Teil
Idealanlage

<i>Erstes Kapitel: Äquivalenztheorem</i>	431
§ 19 – Formelle Divergenz	431
A. Rechtsform	431
I. Vertrag	431
1. Miteigentumsmodell	431
2. Treuhandmodell	432
3. Unit Trust als vertragsartige Form	433
4. Komplementäre Funktionen	436
II. Gesellschaft	437
1. Korporation	437
a) Korporation mit veränderlichem Kapital	437
b) Korporation mit fixem Kapital	438
2. Personengesellschaften	439
a) Inland	439
b) Ausland: Partnerschaft mit begrenzter Anlegerhaftung	440
3. Funktionale Komplementarität	443
III. Rechtsformunabhängigkeit der Anlagefunktion	444
B. Sonderunternehmensrecht	445
I. Verwalterregulierung	446
1. Grundsätze	446
2. Differenzierungsmerkmale	447
II. Vertriebsregulierung	451
1. Europäischer Pass	451
2. Registrierung vs. Zulassung	451
3. Anlegerinformation	452
III. Produktregulierung	452
1. Grundsätze	453
2. Differenzierungsmerkmale	454
a) Rechtsform	454
b) Investoren	456
c) Offene und geschlossene Fonds	457
d) Anlagestrategie	458

3. Intern verwaltete Kollektivanlagen	459
IV. Zivilrechtsgestaltende Wirkung	460
C. Steuern	462
I. Körperschaften	463
II. Personengesellschaft und Vertragsform	464
III. Steuerliche Ausnahmetatbestände	465
1. Investmentsteuergesetz	466
2. REIT-AG	467
D. Arbitrage als Gestaltungsparameter	468
I. Sonderunternehmensrecht	468
II. Steuerrecht	469
§ 20 – Kollektivanlage als rechtsformübergreifende Materie	469
A. Rechtsformbezogene Position	470
B. Ganzheitliche Ansätze	471
I. Anleger im Fokus	471
II. Recht der Treupflichtigen	472
III. Kollektivanlagenrecht i.w.S.	473
C. Indizien für Sonderrecht	474
I. Wertungstransfer	474
II. Formenvermischung	476
III. Kollektivanlage als Spezifikum	477
IV. Problemfall Anlage-AG und Anlage-KG	480
1. Historie und Systematik	480
2. Rechtsvergleichender Befund	480
3. AIFM-RL und KAGB	483
§ 21 – Funktionale Äquivalenz: Komplementarität und Substitution	483
A. Initiatorenperspektive	484
I. Befristung	484
II. Typ	485
III. Handelbarkeit der Fondsanteile	486
IV. Stellung des Verwalters	488
B. Anlegerperspektive	491
I. Qualitative Anforderungen an die Unternehmensleitung	492
II. Anlegerbeteiligung an Entscheidungsprozessen	493
III. Kontrolle der Unternehmensleitung	494
C. Modifikation und Substitution	495
I. Funktionale Substitution	495
II. Konvergente Transformation	498
1. Makrotendenz Vertrag/Trust	498
a) Kapitalsystem	498
b) Binnenorganisation	499

2. Makrotendenz Korporation	501
a) Haftungsbeschränkung	501
b) Rechtsfähigkeit, Aussonderungsrecht	501
c) Fund Governance	503
III. Gravitationsfeld und Idealanlage	505
§ 22 – Strukturelle Äquivalenz: Das Anlagedreieck	507
A. Investmentdreieck	508
I. Zweck	508
II. Gesetzliche Aufgabentrias	509
III. Anlagedreieck als gleichschenkliges Dreieck	510
IV. Defizite	513
B. Dreiecksstruktur jenseits des Sonderrechts (InvG, KAGB)	514
I. Treuhandbeteiligung	514
1. Gestaltungen	514
2. Schutzzweck der Treuhand	516
3. Aufgabentrias	517
4. Beziehung Verwalter und Anleger	519
II. Anlage-Korporation	520
1. Funktion des Aufsichtsrats	520
2. Beziehung der Aktionäre zu Vorstand und Aufsichtsrat	521
III. Personengesellschaft	521
1. Publikums-KG mit Beirat	522
2. GmbH & Co. mit externem Verwalter	522
3. Venture Capital- und Private Equity-GmbH & Co.	523
C. Interessengeprägte Struktur der Kollektivanlage	524
I. Anlagedreieck als Organisationsgebot	525
II. Verankerung in der Fondsregulierung	528
1. Externe Verwahrung („Vertragsmodell“)	528
a) Gesellschaft mit externer Verwahrung	529
b) Verwahrstelle für illiquide Assets	529
c) Qualifizierte Anleger	529
2. Korporationsmodell	530
a) Pflicht zur externen Verwahrung	530
b) Verwahrerpflichten	532
III. Rechtsökonomische Verprobung	533
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	535
§ 23 – Teleologische Äquivalenz: Anleger- und Funktionsschutz	536
A. Verwalter	536
B. Verwahrer	538
C. Anleger	538

§ 24 – Ergebnisäquivalenz	538
A. Tendenzen	539
I. Schrifttum	539
II. Judikative	541
III. Legislative	543
B. Anleger- und Systemschutz vs. Privatautonomie	545
C. Grenzen	546
I. Idealanlage statt Anlegerschutz	546
II. Methodische Basis	546
III. Substanz über Form?	546
1. Rechtstheoretische Einordnung	546
2. Wirtschaftliche Betrachtungsweise	548
3. Rückführung auf den wahren Parteiwillen	549
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	549
 <i>Zweites Kapitel: Vertrag mit korporativer Vermögensorganisation . .</i>	 551
§ 25 – Kollektivanlage als Hybrid	551
A. Defizite traditioneller Erklärungsmodelle	551
I. Kein gemeinsamer Zweck	551
II. Beschränkte Treupflicht des Verwalters	562
B. Idealvertrag	567
C. Abbildung der Vertragsanalogie in den Organisationsformen	569
I. Vertrag	570
1. Bilaterales Schuldverhältnis mit korporativem Element	570
2. Gestaltungsalternativen	573
3. Investment-Sondervermögen als Prototyp	576
II. Gesellschaft	581
1. Quasi-Gesellschaft	582
2. Bilateral geordnete Binnenstruktur	583
3. Inv-AG als Prototyp	584
4. Inv-KG als Prototyp	586
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	586
 § 26 – Intermediärspflichten	 588
A. Gläubiger der Leistung	588
B. Hauptpflicht	588
I. Verwalter: Anlage	588
II. Verwahrer: Kontrolle, Verwahrung	589
C. Nebenpflichten	589
I. Sorgfalt und Loyalität	589
1. Dogmatische Zuordnung	591
2. Standardisierte Loyalität	592

II.	Gleichbehandlung	594
1.	Vertragspflicht des Geschäftsbesorgers	594
2.	Konsequenzen	596
§ 27 –	Differenzierung zwischen professionellen und Privatanlegern	597
A.	Dichotome Anlegertypologie	598
I.	Zivilrechtliche Kategorien	598
II.	Anlegertypologien des Finanzmarktrechts	598
1.	Varianten der Anlegertypologie bis zur Umsetzung der AIFM-RL	598
2.	Privat- und professionelle Anleger als europäische Kernkategorien	601
3.	Anlegertypologien des KAGB	602
III.	Anerkennung als Organisationsprinzip?	604
1.	Beurteilungsfähigkeit	605
2.	Risikotragfähigkeit	605
3.	Private und qualifizierte Anleger	606
B.	Anlegerdichotomie als Generalprinzip der Anlageorganisation	607
I.	Anlegertypologien als Gewährsträger der Privatautonomie	607
1.	Strukturelles Ungleichgewicht als Marktstörung	607
2.	Anlagespezifischer Verbraucherschutz	608
II.	Teleologische Grundlegung	610
1.	Wohlstand und Wissen als Anlageparameter	610
2.	Lücken des Informationsansatzes	612
3.	Asymmetrischer Paternalismus	614
4.	Rechtsvergleichende Verprobung	616
a)	Qualifizierte Anlageformen	616
b)	Reduzierter Anlegerschutz	620
III.	Systematik	623
1.	Reduzierte Produktregulierung	623
2.	Funktion der Aufsicht	625
3.	Typologie als Grenzunrecht	627
IV.	Zwischenergebnis	628
C.	Statusdifferenzierung als Maxime der Anlageorganisation	628
I.	Private und professionelle Anleger in einer Kollektivanlage	629
II.	Anlagekaskade	630
 <i>Drittes Kapitel: Rechtsfolgen</i>		633
§ 28 –	Auslegungsleitlinie	633

§ 29 – Begrenzung	634
A. Privatanleger	635
B. Qualifizierte Anlage	639
C. Konsequenzen	642
<i>Viertes Kapitel: Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung</i>	645

Fünfter Teil

Rechtsbeziehungen im Anlagedreieck

<i>Erstes Kapitel: Intermediäre</i>	649
§ 30 – Hauptpflichten der Intermediäre	649
A. Verwalter	649
I. Anlageverwaltung als konstitutive Pflicht	649
II. Inhalt der Hauptpflicht	652
1. Kardinalpflichten	653
a) Handeln im Anlegerinteresse	653
b) Glücksspielverbot	654
c) Vermeidung renditelosen Risikos	655
aa) Typen der Diversifikation	655
bb) Allgemeine Diversifikationspflicht?	657
cc) Insbesondere: Objektgesellschaften	659
dd) Insbesondere: Fonds ohne Anlagevorgaben	660
2. Quellen anlagespezifischer Weisungsbindung	660
a) Konstituierende Dokumente	660
b) Vertriebsinformationen?	661
c) Nicht: Periodische Informationen	663
3. Anlagespezifische Weisungen	664
a) Anlageparameter	664
b) Anforderungen an die Vertragsgestaltung?	665
c) Anlagepflicht?	667
III. Erfolgs- vs. Verhaltenshaftung	668
1. Einschätzungsprärogative	668
a) Grundsatz	668
b) Garantiefonds	669
2. Abweichung von Weisungen?	669
a) Erfolgshaftung gem. § 665 S. 1 BGB?	669
b) Verfahrenshaftung: Investment Judgement Rule	671
3. Haftungsbeschränkung	673
B. Be- und Verwahrer	674

I.	Handeln im Anlegerinteresse	674
II.	Kardinalpflichten	674
1.	Verwahrung der Vermögensgegenstände	674
2.	Überwachung des Verwalters	676
a)	Prinzip des Anlagedreiecks	676
b)	Rechtmäßigkeitskontrolle	676
c)	Annexkompetenzen	679
III.	Zwingendes Recht	680
C.	Aufgabenübertragung	681
I.	Interne vs. externe Verwaltung	681
1.	Residuale Funktionen der Gesellschaftsorgane?	682
2.	Übertragbarkeit auf andere Gesellschaftsformen	685
II.	Delegation der Verwaltung	687
1.	Gründe für die Auslagerung	688
2.	Rechtsvergleichender Rundblick	689
3.	Umfang der Aufgabenübertragung	692
a)	Substitution?	692
b)	Höchstpersönliches Geschäft?	693
c)	Vier-Stufen-Modell des § 36 KAGB	693
4.	Zivilrechtliche Konsequenzen	695
a)	Wissenszurechnung: Delegationsnehmer als „Wissensvertreter“?	695
b)	Auslagerungsverhältnis	696
c)	Anlageverhältnis	698
III.	Delegation der Verwahrung	698
1.	Verwahrung der Vermögensgegenstände	699
2.	Überwachung	701
§ 31 –	Intermediärsvergütung	701
A.	Arten der Intermediärsvergütung	702
I.	Erwerbskosten, insbesondere verdeckte Innenprovisionen	702
1.	Ausgabeaufschläge	702
2.	Verdeckte Innenprovisionen	703
II.	Regelmäßige Gebühren	704
1.	Berechnungsbasis	705
2.	Zuwendungen	705
III.	Erfolgsabhängige Vergütung	707
1.	Parameter	707
2.	Anlegerinteresse	708
3.	Zulässigkeit	709
IV.	Rücknahmeabschlag	710
B.	Höhe der Verwaltervergütung	713

I.	Rechtsvergleichender Rundblick	713
II.	Vergütungsstruktur	718
III.	Zivilrechtliche Exzessgrenze	719
	1. Wettbewerb als alternativer Mechanismus? (Teleologie)	719
	2. Systementscheidung des Gesetzes	722
	a) Anleger- statt Intermediärspräferenzen	722
	b) Ausbau des Informationsmodells	723
	c) Verbleibender Schutzbedarf	724
	3. Materielle Exzesskontrolle für Privatanleger?	724
	a) Aktienrechtliche Exzesskontrolle?	725
	b) Investment- oder geschäftsbesorgungsrechtliche Exzesskontrolle?	725
	c) Gebührenbezogene Inhaltskontrolle	727
C.	Änderung der Verwaltervergütung	729
	I. Rechtsvergleichender Rundblick	729
	II. Vergütungsänderung nach deutschem Recht	731
	1. Vertragsmodell	732
	2. Zustimmungsprinzip	732
	3. AGB-Änderungsvorbehalt?	732
	4. Vertragsanpassung	734
	III. Kündigung und Neuanlage bei offenen Fonds	735
	IV. Geschlossene Fonds	736
§ 32 –	Nebenpflichten der Intermediäre	738
A.	Interessenkonflikte	738
	I. Grundsatz: Organisations- statt Ergebnisregulierung	739
	II. Pflichtentrias	740
	1. Vermeidung	740
	2. Verwaltung	741
	3. Offenlegung und Zustimmung	742
	a) Offenlegung ex ante	742
	b) Offenlegung ex post	744
	III. Absolute Grenzen	744
	IV. Insbesondere: Zuweisung von Geschäftschancen	745
B.	Gleichbehandlungspflicht	748
	I. Teilfonds / Teilgesellschaftsvermögen	748
	1. Zweck	748
	2. Zulässigkeit und Gestaltung	749
	3. Gemeinkosten bei der Inv-Ges?	751
	a) Einstandspflicht der Teilgesellschaftsvermögen?	752
	b) Ausgestaltung	753