

# Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	23
1. Teil Einleitung	33
A. Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung	33
B. Eingrenzung des Themas	35
C. Wissenschaftliche Durchdringung des Investmentrechts	37
D. Gang der Untersuchung	38
2. Teil Allgemeine Grundlagen des Investmentrechts	40
A. Ökonomische Grundprinzipien des Investmentrechts	40
B. Funktionen und Regelungsziele des Investmentrechts	47
C. Rechtsbeziehungen im Investmentgeschäft	60
D. Ausgewählte Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht	67
E. Insbesondere: Produkt- und Anlegerklassifizierung als Instrument des Anlegerschutzes?	75
F. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	77
3. Teil Grundlagen der Produkt- und Anlegerklassifizierung im Investmentrecht	79
A. Historische Leitlinien des Investmentrechts und der Produktklassifizierung in England, Deutschland und Europa	79
B. Funktionen der Produktklassifizierung und mögliche Differenzierungen	106
C. Differenzierende Anlegerleitbilder im Investmentrecht	116
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	147
4. Teil Produktklassifizierung im Investmentrecht	149
A. Tatbestandliche Bestimmung des Anwendungsbereichs kollektiver Vermögensanlagen	149

## *Inhaltsübersicht*

B. Regulierte und unregulierte Investmentfonds	187
C. Publikumsinvestmentvermögen und Investmentvermögen für qualifizierte Anlegerklassen	195
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	255
5. Teil Anlegerschutz durch Marktzugangsbeschränkungen	259
A. Zugangsbeschränkungen für Investmentprodukte	260
B. Vertriebsbeschränkungen in Abhängigkeit von Produkt- und Anlegerklasse	268
C. Erwerbsbeschränkungen für Privatanleger	329
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	371
6. Teil Zusammenfassung	377
A. Allgemeine Grundlagen des Investmentrechts	377
B. Grundlagen der Produkt- und Anlegerklassifizierung im Investmentrecht	378
C. Produktklassifizierung im Investmentrecht	383
D. Anlegerschutz durch Marktzugangsbeschränkungen	389
Literaturverzeichnis	399

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
1. Teil Einleitung	33
A. Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung	33
B. Eingrenzung des Themas	35
I. Anlegerschutz, Investmentrecht und Produktklassifizierung	35
II. Wahl der Vergleichsrechtsordnung	36
C. Wissenschaftliche Durchdringung des Investmentrechts	37
D. Gang der Untersuchung	38
2. Teil Allgemeine Grundlagen des Investmentrechts	40
A. Ökonomische Grundprinzipien des Investmentrechts	40
I. Kollektivanlage	40
II. Fremdverwaltung	41
III. Risikodiversifizierung	42
1. Portfoliotheorie	43
2. CAPM	44
3. Klumpenrisiken durch ineffiziente Diversifikation	45
IV. Zusammenfassung	46
B. Funktionen und Regelungsziele des Investmentrechts	47
I. Funktionsschutz	47
1. Funktionsschutz in der Diskussion in Deutschland	47
2. Funktionsschutz im englischen Kapitalmarktrecht	49
II. Anlegerschutz	51
1. Allgemeine <i>consumer protection objective</i> in England	51
2. Differenzierung nach individuellem und kollektivem Anlegerschutz in Deutschland	53
a) Individueller Anlegerschutz	53
b) Kollektiver Anlegerschutz und Verbraucherschutz gem. § 4 Abs. 1a FinDAG	54
III. Investmentrecht zwischen Anleger- und Funktionsschutz?	56
IV. Weitere Ziele: Wettbewerb und Unternehmensschutz	58

## Inhaltsverzeichnis

V. Zusammenfassung	60
C. Rechtsbeziehungen im Investmentgeschäft	60
I. Vertragsbeziehungen im Investmentdreieck in Deutschland	61
1. Rechtliche Pflichten zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Anleger	62
2. Rechtliche Pflichten zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle	63
3. Rechtliche Pflichten zwischen Verwahrstelle und Anleger	63
II. Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien in England	64
1. Verwalterpflichten im englischen Recht	65
2. Pflichten des <i>Trustees</i> im englischen Recht	65
3. Rechte und Pflichten des Anlegers im englischen Recht	66
III. Zusammenfassung	67
D. Ausgewählte Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht	67
I. Aufsicht über Kapitalverwaltungsgesellschaften	68
II. Trennung von Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle	69
III. <i>Numerus clausus</i> der Gesellschaftsformen und besonderes Gesellschaftsrecht	71
IV. Publizität	73
V. Produktgestaltung	74
E. Insbesondere: Produkt- und Anlegerklassifizierung als Instrument des Anlegerschutzes?	75
F. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	77
3. Teil Grundlagen der Produkt- und Anlegerklassifizierung im Investmentrecht	79
A. Historische Leitlinien des Investmentrechts und der Produktklassifizierung in England, Deutschland und Europa	79
I. Ursprünge und Entwicklung unterschiedlicher Organisationsverfassungen	79
1. England	79
2. Deutschland	81

II. Beginnende Regulierung des Investmentrechts (bis 1986)	82
1. England	82
a) <i>Prevention of Fraud (Investments) Act 1939/1958</i>	82
b) <i>Financial Services Act 1986 (FSA 1986)</i>	85
2. Deutschland	86
a) Regulierung offener Fonds	86
b) Keine gesonderte Regulierung geschlossener Fonds	89
III. Die OGAW I-Richtlinie – Eckpfeiler europäischer Produktklassifizierung	91
IV. Förderung neuer Produktklassen durch Deregulierung in den 1990er Jahren	93
1. England	94
2. Deutschland	95
V. Konsolidierung der OGAW-RL und der Produktkataloge in den 2000er Jahren	96
1. OGAW III-V-RL	96
2. England	98
a) <i>Collective Investment Schemes</i>	98
b) <i>Investment Trusts</i>	100
3. Deutschland	101
a) Offene Fonds	101
b) Wagniskapitalbeteiligungsgesetz	103
c) Fondsstandortgesetz	103
VI. Die AIFM-RL – weiterer Schritt europäischer Produktklassifizierung?	104
VII. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	105
B. Funktionen der Produktklassifizierung und mögliche Differenzierungen	106
I. Funktionen der Produktklassifizierung	106
1. Informationsfunktion	107
2. Steuerungsfunktion	107
II. Unterscheidung nach der Organisationsverfassung	108
1. Grundsätzlich keine Beschränkung der Investmentvehikel in England	108
2. <i>Numerus clausus</i> der Investmentvehikel in Deutschland	110
3. Vergleich der Rechtsordnungen	111
III. Unterscheidung nach offenen ( <i>open-end</i> ) und geschlossenen ( <i>closed-end</i> ) Fonds	112
IV. Unterscheidung nach Anlagegegenständen (Assetklassen)	113
V. Unterscheidung nach dem Anlegerkreis	114

VI. Unterscheidung zwischen regulierten und unregulierten Investmentfonds	115
VII. Zusammenfassung	116
C. Differenzierende Anlegerleitbilder im Investmentrecht	116
I. Überblick	116
1. Anlegerklassen in europäischen kapitalmarktrechtlichen Rechtsakten	117
2. Anlegerklassen in England	118
3. Anlegerklassen in Deutschland	119
4. Unterschiedliche Schutzbedürftigkeit von Anlegern	119
II. MiFID als Anknüpfungspunkt heutiger Anlegerklassifizierung im Investmentrecht	120
III. Professionelle Anleger	121
1. Fehlende Schutzbedürftigkeit des professionellen Anlegers?	122
2. England	123
a) <i>Professional investor</i> und <i>investment professionals</i>	123
b) <i>Eligible counterparties</i> und <i>professional clients</i>	125
3. Deutschland	126
a) Professioneller Anleger gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB	126
b) Aufstufung von Privatanlegern zu professionellen Anlegern	126
c) Abstufung des professionellen Anlegers	128
IV. Qualifizierte Anleger	129
1. Funktionen der Zwischenklassen	129
2. Qualifizierte Anleger kraft Sachverständs	130
a) Leitende Angestellte europäischer Risikokapitalfonds und europäischer Fonds für soziales Unternehmertum	130
b) <i>(Self-)Certified sophisticated investors</i>	131
(1) Voraussetzungen	131
(2) Probleme in der Praxis	132
c) Semiprofessioneller Anleger gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) KAGB	134
d) Semiprofessioneller Anleger gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. b) KAGB	135
e) Sonderfall: Anleger in Ein-Objekt-Fonds gem. § 262 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 KAGB	136

3. Qualifizierte Anleger kraft Vermögens	137
a) Qualifizierte Anleger im Sinne der EuVECA-VO und der EuSEF-VO	137
b) Qualifizierte Anleger im Sinne der ELTIF-VO	139
c) <i>Certified high net worth individuals</i>	139
d) Semiprofessioneller Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. c) KAGB	141
4. Qualifizierte Anleger kraft Status	142
V. <i>Consumer</i> und Privatanleger	143
VI. Rechtsvergleich – Anlegerleitbilder im Investmentrecht	145
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	147
4. Teil Produktklassifizierung im Investmentrecht	149
A. Tatbestandliche Bestimmung des Anwendungsbereichs kollektiver Vermögensanlagen	149
I. AIFM-RL – Ausgangspunkt heutiger Produktklassifizierung?	149
1. Ursprung der AIFM-RL	149
2. Anleger- und Funktionsschutz durch die AIFM-RL	151
3. Manager- statt Produktregulierung	152
4. Umsetzung der AIFM-RL und deren Bedeutung für die Produktklassifizierung	153
a) Umsetzung in England	153
b) Umsetzung in Deutschland	154
c) Unterschiedliche Ansätze in den Vergleichsrechtsordnungen	155
II. Investmentvermögen in Deutschland	155
1. Organismus für gemeinsame Anlagen ( <i>Collective investment undertaking</i> )	158
2. Einsammeln von Kapital	159
3. Von einer Anzahl von Anlegern	160
4. Festgelegte Anlagestrategie	161
5. Zum Nutzen der Anleger	162
6. Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors	162
a) Richtlinienkonforme Auslegung	162
b) Auslegung	163
III. <i>Collective Investment Schemes</i> in England	164
1. Einführung und historische Entwicklung des Begriffes	164

2. Vorab: Zwei Leitentscheidungen im englischen <i>case law</i>	166
a) <i>The Russell-Cooke Trust Company v Elliott</i>	166
b) <i>Financial Services Authority v Fradley &amp; Woodward</i>	168
3. Voraussetzungen von <i>collective investment schemes</i> im Einzelnen	169
a) <i>Arrangements</i>	169
b) <i>With respect to property</i>	172
c) <i>Purpose or effect</i>	173
d) <i>No day-to-day control</i>	174
e) <i>Pooling and/or management as a whole</i>	177
<b>IV. Eingrenzung und Kritik an den Begriffsbestimmungen</b>	
Investmentvermögen und <i>collective investment scheme</i>	178
1. Ausnahmen vom Anwendungsbereich	178
a) Deutschland	178
b) England	180
2. Kritik in der Literatur	181
a) Deutschland	181
b) England	182
<b>V. Rechtsvergleichende Zusammenfassung</b>	186
<b>B. Regulierte und unregulierte Investmentfonds</b>	187
I. Regulierte Produkte im Investmentrecht	188
1. England	188
2. Deutschland	190
II. Unregulierte Produkte im Investmentrecht	191
1. England	191
2. Deutschland	193
III. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	194
<b>C. Publikumsinvestmentvermögen und Investmentvermögen für qualifizierte Anlegerklassen</b>	195
I. Publikumsinvestmentvermögen	195
1. Anlegerschützende Instrumente in Publikumsinvestmentvermögen und deren Funktionen	195
a) Produktregulierung	196
(1) Grundsatz der Risikodiversifizierung	196
(2) Risikovermeidung durch Beschränkung der Anlagegegenstände	197
(3) Kaskadenverbote	197
(4) Beschränkung der Kreditaufnahmemöglichkeiten	198

b)	Informationspflichten	199
c)	Aufsicht	199
2.	Offene Publikumsinvestmentvermögen	200
a)	OGAW als europäisch geprägte Produktklasse	201
(1)	Grundsatz der Risikodiversifizierung	201
(2)	Risikodiversifizierung durch Beschränkung der Anlagegegenstände	202
(3)	Beschränkung der Kreditaufnahmemöglichkeiten und Informationspflichten	203
(4)	Zusammenfassung	204
b)	Nicht-OGAW konforme Investmentprodukte	204
(1)	Flexible Ausgestaltungsmöglichkeiten von NURSSs in England	205
(2)	Investmentrechtlicher Typenzwang als Ausgangspunkt der Produktklassifizierung in Deutschland	207
(a)	Gemischte Investmentvermögen	208
(b)	Sonstige Investmentvermögen	210
(c)	Immobilien-Sondervermögen	213
(d)	Infrastruktur-Sondervermögen	217
c)	Sonderkonstruktion: <i>Fund of Funds</i>	219
(1)	<i>Funds of Alternative Investment Funds (FAIFs)</i>	219
(2)	Dach-Hedgefonds	221
d)	Rechtsvergleichende Zusammenfassung	224
3.	Geschlossene Publikumsinvestmentvermögen	226
a)	<i>Investment Trusts</i>	226
(1)	Börsennotierte Gesellschaften, mit dem Zweck in andere Gesellschaften zu investieren	226
(2)	Anlegerschützende Instrumente	227
b)	Geschlossene Publikumsinvestmentvermögen	228
(1)	Entwicklung der geschlossenen Publikumsinvestmentvermögen	228
(2)	Grundsatz der Risikomischung	229
(3)	Einschränkung des Grundsatzes der Risikomischung	230
(4)	Beschränkung zulässiger Anlagegegenstände als Standortnachteil?	231

(5) Beschränkung der Kreditaufnahmemöglichkeiten und Informationspflichten	232
(6) Zusammenfassung	233
c) Rechtsvergleichende Zusammenfassung	233
II. Investmentvermögen für qualifizierte Anlegerklassen	234
1. Europäisch geprägte Fondstypen	235
a) Europäische Risikokapitalfonds und Europäische Fonds für soziales Unternehmertum	235
(1) Hintergrund der EuVECA-VO und EuSEF-VO	235
(2) Anlagegegenstände	236
(3) Kreditaufnahmemöglichkeiten und Informationspflichten	238
(4) Rechtstatsächliche Entwicklungen	238
b) ELTIF-VO als flexible europäische Produktklasse	240
2. Investmentfonds für qualifizierte Anleger in England	242
a) <i>Qualified Investor Schemes</i>	242
b) <i>Unregulated collective investment schemes</i>	244
3. Spezial-AIF in Deutschland	245
a) Allgemeine offene inländische Spezial-AIF	245
b) Hedgefonds	247
c) Offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen	249
d) Geschlossene inländische Spezial-AIF	251
e) Entwicklungsförderungsfonds	251
f) Darlehensfonds als neue Produktklasse?	253
4. Rechtsvergleichende Schlussfolgerungen	254
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	255
5. Teil Anlegerschutz durch Marktzugangsbeschränkungen	259
A. Zugangsbeschränkungen für Investmentprodukte	260
I. Historische Entwicklung: Möglichkeiten der Zugangsbeschränkung	260
1. <i>Promotion restrictions</i> in England	260
2. Entwicklungen in Deutschland	262
II. Legimitationsansätze für Zugangsbeschränkungen	264
III. Mögliche Zugangsbeschränkungen	265
IV. Negative Folgen von Marktzugangsbeschränkungen	267

B. Vertriebsbeschränkungen in Abhängigkeit von Produkt- und Anlegerklasse	268
I. Europäische Investmentprodukte	268
II. England – Anlegerschutz durch <i>promotion restrictions</i>	271
1. Vorfrage: Handeln durch <i>authorised</i> und <i>unauthorised person</i> ?	272
2. <i>Promotion of Collective Investment Schemes (Sec. 238 FSMA)</i>	274
a) Grundsatz	274
(1) <i>Communicate</i>	275
(2) <i>Invitation or inducement</i>	275
b) Ausnahmen zu Sec. 238 (1) FSMA	277
(1) <i>Regulated collective investment schemes</i>	277
(2) <i>Promotion</i> nach den <i>rules</i> der FCA	278
(3) <i>Promotion of Collective Investment Schemes Order</i>	280
c) Rechtsfolgen	281
(1) Zivilrechtliche Folgen	281
(a) <i>Breach of statutory duty</i>	281
(b) <i>Seymour v Caroline Ockwell &amp; Co (a firm)</i>	283
(c) Gründe für Mangel an <i>case law</i>	284
(d) <i>Financial Ombudsman Service</i>	285
(2) Sonstige Folgen	288
(a) <i>Public censure</i> und <i>financial penalties</i>	288
(b) Maßnahmen betreffend die <i>Part 4A permission</i>	289
(c) <i>Injunctions</i> und <i>restitutions</i>	290
d) Zusammenfassung	290
3. <i>Financial promotion restriction (Sec. 21 FSMA)</i>	291
a) Grundsatz	292
(1) <i>In the course of business</i>	293
(2) <i>Engage in investment activity</i>	294
(3) Räumlicher Anwendungsbereich	295
b) Ausnahmen zu Sec. 21 (1) FSMA	296
(1) Genehmigung durch <i>authorised person</i>	296
(2) Ausnahmen nach der FPO	297
c) Rechtsfolgen	300
(1) Strafrechtliche Folgen	300
(a) Voraussetzungen von Sec. 25 FSMA	300
(b) <i>R. v Powell</i>	301

(2) Zivilrechtliche Folgen	302
(a) Ansprüche aus <i>statutory law</i> und <i>breach of statutory duty</i>	302
(b) <i>Andrew Brown v Innovatorone Plc</i>	305
(c) Praktische Bedeutung von Sec. 30 FSMA	307
(3) Sonstige Folgen	308
(a) <i>Injunction</i> gem. Sec. 380 FSMA	309
(b) <i>Restitution</i> gem. Sec. 382 FSMA und Sec. 384 FSMA	311
(c) Informations- und Ermittlungsbefugnisse	313
(d) Antrag auf Abwicklung nach Sec. 124A Insolvency Act 1986	314
d) Zusammenfassung	315
4. <i>Marketing</i> von AIFs (Regs. 45 ff. AIFMR)	316
a) Begriff des <i>marketing</i>	317
b) Rechtsfolgen bei Verstößen gegen reg. 49 bis 51 AIFMR	318
5. Rechtstatsächlichkeit	318
III. Anlegerschutz durch Vertriebsbeschränkungen in Deutschland	319
1. Grundlagen des Vertriebs in Deutschland	319
a) Beratungsvertrag	320
b) Auskunftsvertrag	321
2. Vertriebsbegriff des KAGB	322
a) Allgemeine Grundlagen	322
b) Direkter oder indirekter Vertrieb in Deutschland	323
(1) Kommissionsgeschäft	323
(2) Festpreisgeschäft	324
3. Kleinanlegerschutzsperrre	325
4. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen die Kleinanlegerschutzsperrre	326
IV. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	327
C. Erwerbsbeschränkungen für Privatanleger	329
I. Keine ausdrücklichen Erwerbsbeschränkungen für europäische Produkte und unregulierte Produkte in England	330

II. Erwerbsbeschränkung nach § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB in Deutschland	330
1. Voraussetzungen	331
a) In Textform geschlossene Vereinbarung mit KVG oder konstituierende Dokumente des AIF	331
b) Erwerb von Anteilen	331
(1) Maßgeblichkeit des Erwerbszeitpunkts	331
(2) Rechtsgeschäftlicher Erwerb und gesetzlicher Erwerb bis zum Inkrafttreten von § 1 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 Hs. 2 KAGB	332
(3) Rechtsgeschäftlicher Erwerb und gesetzlicher Erwerb seit Inkrafttreten von § 1 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 Hs. 2 KAGB	333
2. Verbot des Zweiterwerbs von Anteilen oder Aktien an Spezial-AIF durch Privatanleger nach § 277 KAGB	335
3. Umgang mit Treuhandkonstruktionen	337
4. Exkurs: Gegenläufiges Steuerrecht	338
5. Zivilrechtliche Folgen bei Verstoß gegen § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB	339
a) Schuldrechtliches Übertragungsverbot oder dinglich wirkendes Erwerbsverbot?	339
(1) Dingliches Erwerbsverbot	340
(2) Verfügungsbeschränkung durch Inhaltsbestimmung	344
(3) Schuldrechtliches Übertragungsverbot	344
(4) Stellungnahme und eigener Lösungsansatz	345
(a) Kein dingliches Erwerbsverbot	346
(b) Schwächen des rein schuldrechtlichen Übertragungsverbotes	347
(c) Abwägung und eigener Lösungsansatz	349
b) Auswirkungen auf den (Honorar)Beratungsvertrag	350
c) Schadensersatzansprüche	351
(1) Schadensersatz gem. § 280 Abs. 1 BGB wegen Verletzung der Beratungspflichten	351
(2) Schadensersatz gem. § 1 Abs. 6 S. 1 Hs. 1 KAGB i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB	351
d) Gesellschaftsrechtliche Folgen und Gestaltungsmöglichkeiten	353
e) Unterlassungs- und Beseitigungsanspruch durch Verbandsklage	354

f) Lauterkeitsrechtlicher Unterlassungs- und Beseitigungsanspruch aufgrund von Rechtsbruch, § 3a UWG	356
6. Sonstige Folgen bei Verstoß gegen § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB	357
a) Informations- und Aufklärungsrechte	358
b) Einhaltung gesellschaftsrechtlicher Vorgaben	359
c) Keine Ordnungswidrigkeit und keine Veröffentlichung im Internet	360
d) Kein Einfrieren von Vermögensgegenständen oder Beschlagnahme von Vermögensgegenständen	362
e) Abberufung des Geschäftsleiters und Tätigkeitsverbot nach § 40 Abs. 1 KAGB	363
f) Entzug oder Aussetzung der Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 39 Abs. 3 Nr. 6 KAGB	364
g) Generalklauseln als Auffangtatbestand	366
(1) § 5 Abs. 6 S. 1 KAGB als Generalklausel im KAGB	366
(2) § 4 Abs. 1a FinDAG	367
III. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	368
D. Rechtsvergleichende Zusammenfassung	371
I. Marktzugangsbeschränkungen für Privatanleger	371
II. Rechtsfolgen	373
III. Parallelen und Unterschiede	375
6. Teil Zusammenfassung	377
A. Allgemeine Grundlagen des Investmentrechts	377
B. Grundlagen der Produkt- und Anlegerklassifizierung im Investmentrecht	378
C. Produktklassifizierung im Investmentrecht	383
D. Anlegerschutz durch Marktzugangsbeschränkungen	389
Literaturverzeichnis	399