

# Inhaltsübersicht

|   |              |
|---|--------------|
| <b>Inhaltsverzeichnis .....</b>   | <b>VII</b>   |
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>  | <b>XIX</b>   |
| <b>Verzeichnis europäischer Richtlinien und Verordnungen..</b>                                | <b>XXIII</b> |
| <b>Verzeichnis europäischer Richtlinien- und<br/>Verordnungsvorschläge .....</b>              | <b>XLVII</b> |
| <b>Einleitung.....</b>  | <b>1</b>     |
| <b>Kapitel 1 - Grundlagen des Investmentgeschäfts.....</b>                                    | <b>10</b>    |
| <b>Kapitel 2 - Aufbau der europäischen Regulierung des<br/>Investmentgeschäfts.....</b>       | <b>47</b>    |
| <b>Kapitel 3 - Anwendungsbereich von OGAW- und AIFM-<br/>Regime.....</b>                      | <b>85</b>    |
| <b>Kapitel 4 - Bedingungen zur Aufnahme und Ausübung der<br/>Verwaltertätigkeit .....</b>     | <b>129</b>   |
| <b>Kapitel 5 - Informationspflichten .....</b>  | <b>292</b>   |
| <b>Kapitel 6 - Anforderungen an Vertrieb und die<br/>grenzüberschreitende Verwaltung.....</b> | <b>361</b>   |
| <b>Kapitel 7 - Möglichkeit einer einheitlichen<br/>Verwalterregulierung.....</b>              | <b>417</b>   |

**Kapitel 8 - Vorschlag für eine einheitliche****Verwalterregulierung..... 442****Literaturverzeichnis ..... 498**

# **Inhaltsverzeichnis**

|  |              |
|--|--------------|
| <b>Inhaltsverzeichnis .....</b>  | <b>VII</b>   |
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>   | <b>XIX</b>   |
| <b>Verzeichnis europäischer Richtlinien und Verordnungen..</b>                   | <b>XXIII</b> |
| <b>Verzeichnis europäischer Richtlinien- und<br/>Verordnungsvorschläge .....</b> | <b>XLVII</b> |
| <b>Einleitung.....</b>   | <b>1</b>     |
| <b>I. Investmentgeschäft und seine europäische Regulierung .....</b>             | <b>1</b>     |
| <b>II. Gegenstand der Untersuchung.....</b>                                      | <b>4</b>     |
| <b>III. Gang der Untersuchung .....</b>  | <b>7</b>     |
| <b>Kapitel 1 - Grundlagen des Investmentgeschäfts.....</b>                       | <b>10</b>    |
| <b>I. Prinzip der Kollektivanlage .....</b>                                      | <b>11</b>    |
| <b>1. Anlage .....</b>   | <b>11</b>    |
| <b>2. Kollektiv .....</b>  | <b>12</b>    |
| a. Individuelle Vermögensverwaltung.....   | 13           |
| b. Bündelung der Anlegergelder.....  | 14           |
| c. Gewinn- und Verlustbeteiligung der Anleger .....                              | 16           |
| <b>II. Prinzip der Fremdverwaltung.....</b>                                      | <b>17</b>    |
| <b>1. Verwaltung .....</b>   | <b>17</b>    |
| <b>2. Fremd- oder Eigenverwaltung.....</b>                                       | <b>18</b>    |
| <b>III. Prinzip der Risikodiversifizierung .....</b>                             | <b>20</b>    |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>IV. Verhältnis zwischen Anleger und Investmentfonds/-verwalter</b>                        | <b>22</b> |
| .....  | 22        |
| <b>1. Form von Investmentfonds</b> .....   | <b>22</b> |
| a. Investmentfonds als Sondervermögen.....   | 23        |
| b. Investmentfonds als Gesellschaft .....  | 24        |
| c. Investmentfonds als Trust.....  | 24        |
| <b>2. Prinzipal-Agent-Problematik</b> .....  | <b>25</b> |
| a. Asymmetrische Information vor Vertragsschluss, insbesondere<br>Qualitätsunsicherheit..... | 26        |
| b. Asymmetrische Information nach Vertragsschluss, insbesondere<br>Moral Hazard .....        | 29        |
| c. Zwischenfazit .....   | 31        |
| <b>3. Anlegerklassifizierung im europäischen Recht</b> .....                                 | <b>33</b> |
| a. Unterscheidung zwischen Kleinanleger und professionellen<br>Anlegern.....                 | 34        |
| b. Prinzipal-Agent-Problematik bei professionellen Anlegern.....                             | 35        |
| c. Zwischenfazit .....   | 37        |
| <b>V. Weitere Risiken des Investmentgeschäfts</b> .....                                      | <b>38</b> |
| <b>1. Marktrisiko</b> .....  | <b>38</b> |
| <b>2. Liquiditätsrisiko</b> .....  | <b>40</b> |
| <b>3. Kontrahentenrisiko</b> .....   | <b>42</b> |
| <b>4. Operationelle Risiko</b> .....   | <b>43</b> |
| <b>5. Systemrisiko</b> .....   | <b>44</b> |
| <b>VI. Fazit</b> .....   | <b>45</b> |
| <br><b>Kapitel 2 - Aufbau der europäischen Regulierung des</b>                               |           |
| <b>Investmentgeschäfts</b> .....   | <b>47</b> |
| <b>I. OGAW-Regime</b> .....  | <b>47</b> |
| <b>1. Zielrichtung der OGAW-Richtlinie</b> .....   | <b>47</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| a. <i>Segré</i> -Bericht.....  | 48        |
| b. Richtlinie 85/611/EWG.....  | 49        |
| c. Richtlinien 2001/107/EG und 2001/108/EG .....                         | 51        |
| d. Richtlinie 2009/65/EG .....   | 53        |
| e. Fazit.....  | 54        |
| 2. Inhalt der Regulierung .....  | 54        |
| 3. Anlegeradressatenkreis.....   | 55        |
| 4. Räumlicher Anwendungsbereich .....                                    | 58        |
| <b>II. AIFM-Regime .....</b>   | <b>58</b> |
| 1. (Haupt-)Zielrichtung der AIFM-Richtlinie .....                        | 59        |
| a. Ursachen der Finanzkrise .....  | 60        |
| b. Betrugsfall Madoff.....   | 65        |
| c. Geschäftspraktiken von Private-Equity-Fonds.....                      | 66        |
| d. Zweite Zielrichtung .....   | 68        |
| 2. Inhalt der Regulierung .....  | 68        |
| 3. Anlegeradressatenkreise.....  | 69        |
| 4. Räumlicher Anwendungsbereich .....                                    | 71        |
| <b>III. Gegenüberstellung von OGAW- und AIFM-Regime.....</b>             | <b>72</b> |
| <b>IV. ELTIF-Verordnung .....</b>  | <b>74</b> |
| 1. Zielrichtung der ELTIF-Verordnung.....                                | 75        |
| 2. Gegenstand der Regulierung .....                                      | 76        |
| 3. Anlegeradressatenkreis.....   | 77        |
| 4. Räumliche Anwendungsbereich .....                                     | 77        |
| 5. Vergleich mit OGAW- und AIFM-Regime.....                              | 78        |
| <b>V. MMF-Verordnung.....</b>  | <b>79</b> |
| 1. OGAW oder AIF als Geldmarktfonds.....                                 | 81        |
| 2. Auswirkungen auf die Regulierung der<br>Geldmarktfondsverwalter ..... | 83        |

**Kapitel 3 - Anwendungsbereich von OGAW- und AIFM-****Regime..... 85****I. Verhältnis von OGAW- und AIFM-Richtlinie..... 85****1. Organismus für gemeinsame Anlagen.....87**

a. Anlage ..... 89

b. Gemeinsam ..... 92

c. Fremdverwaltung ..... 93

**2. Kapitaleinsammlung bei einer Anzahl von Anlegern /****Geldbeschaffung beim Publikum ..... 95**

a. Kapitaleinsammlung vs. Geldbeschaffung ..... 95

b. Anzahl von Anlegern vs. Publikum ..... 100

**3. Anlagestrategie..... 104**

a. Festgelegte Anlagestrategie ..... 105

b. Anlagestrategie der OGAW-Richtlinie ..... 112

**4. Investmentfonds des offenen und des geschlossenen Typs ..... 118****5. Räumliche Anwendungsbereich ..... 120****6. Fazit ..... 121****II. Adressat der Verwalterregulierung..... 122****1. Investmentfondsverwalter nach der OGAW-Richtlinie..... 123****2. Investmentfondsverwalter nach der AIFM-Richtlinie..... 124**

a. Eröffnung des Anwendungsbereichs ..... 124

b. Ausnahmen..... 126

**Kapitel 4 - Bedingungen zur Aufnahme und Ausübung der****Verwaltertätigkeit ..... 129****I. Bedingungen zur Aufnahme der Verwaltertätigkeit..... 129****1. Einheitliche Zulassungsvoraussetzungen für OGAW- und AIF-****Verwalter ..... 132**

a. Eigenkapitalanforderungen ..... 132

|   |            |
|---|------------|
| b. Eignung der Geschäftsleiter und Anteilseigner .....                                    | 134        |
| c. Bestehen enger Verbindungen .....  | 135        |
| d. Historie der einheitlichen Zulassungsvoraussetzungen .....                             | 136        |
| <b>2. Zusätzliche Zulassungsvoraussetzungen für AIF-Verwalter .....</b>                   | <b>143</b> |
| a. Abdeckung potenzieller Berufshaftungsrisiken .....                                     | 144        |
| b. Überzeugung der zuständigen Behörden .....   | 146        |
| <b>3. Zulassungsverfahren für OGAW- und AIF-Verwalter .....</b>                           | <b>148</b> |
| a. Antragstellung .....   | 149        |
| b. Restliche Zulassungsverfahren .....  | 152        |
| <b>4. Zusammenfassung .....</b>   | <b>154</b> |
| <b>II. Bedingungen zur Ausübung der Verwaltertätigkeit .....</b>                          | <b>155</b> |
| <b>1. Organisatorischen Grundsätze und Wohlverhaltensregeln .....</b>                     | <b>157</b> |
| a. Organisatorische Grundsätze .....  | 158        |
| b. Wohlverhaltensregeln .....   | 161        |
| c. Übereinstimmung innerhalb der kollektiven<br>Vermögensverwaltung .....                 | 164        |
| d. Zwischenfazit .....  | 170        |
| <b>2. Umgang mit Interessenkonflikten .....</b>   | <b>172</b> |
| a. OGAW-Regime .....  | 176        |
| b. AIFM-Regime .....  | 179        |
| c. Zwischenfazit .....  | 190        |
| <b>3. Risiko- und Liquiditätsmanagement .....</b>   | <b>191</b> |
| a. Prinzipielle Umgang mit Risiken .....  | 191        |
| b. Regulierung des Risiko- und Liquiditätsmanagements im Vorfeld<br>der Finanzkrise ..... | 196        |
| c. Regulierung des Risiko- und Liquiditätsmanagements nach der<br>Finanzkrise .....       | 201        |
| d. Übereinstimmung zwischen OGAW- und AIFM-Regime .....                                   | 223        |
| <b>4. Anforderungen an die Vergütungsstrukturen .....</b>                                 | <b>225</b> |

|   |            |
|---|------------|
| a. Vergütung von Investmentfondsverwaltern .....  | 225        |
| b. Vergütungsstrukturen im Vorfeld der Finanzkrise .....                                      | 229        |
| c. Anforderungen an die Vergütungsstrukturen der AIF-Verwalter .....                          | 231        |
| d. Anforderungen an die Vergütungsstruktur der OGAW-Verwalter .....                           | 235        |
| <b>5. Anforderungen an die Verwahrstelle .....</b>  | <b>237</b> |
| a. Betrugsfall Madoff .....   | 240        |
| b. Anforderungen an die OGAW-Verwahrstelle bis einschließlich der Richtlinie 2009/65/EG ..... | 242        |
| c. Anforderungen an die Verwahrstelle im AIFM-Regime .....                                    | 245        |
| d. Anforderungen an die OGAW-Verwahrstelle nach der Richtlinie 2014/91/EU .....               | 253        |
| e. Zwischenfazit .....  | 259        |
| f. Unterschiede zwischen OGAW- und AIFM-Regime .....  | 263        |
| <b>6. Auslagerung von Aufgaben und Bewertung des Investmentfondsvermögens.....</b>            | <b>272</b> |
| a. Auslagerung von Aufgaben .....   | 272        |
| b. Bewertung des Investmentfondsvermögens.....  | 280        |
| <b>III. Zusammenfassung .....</b>   | <b>289</b> |
| <b>Kapitel 5 - Informationspflichten .....</b>  | <b>292</b> |
| <b>I. Ziele der (Anleger-)Informationspflichten.....</b>                                      | <b>293</b> |
| <b>1. Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes .....</b>                        | <b>293</b> |
| a. Institutionelle Effizienz .....  | 294        |
| b. Allokative Effizienz .....   | 295        |
| c. Operationelle Effizienz.....   | 298        |
| <b>2. Anlegerschutz .....</b>   | <b>299</b> |
| a. Lage der Anleger am Kapitalmarkt .....   | 300        |
| b. Anlegerschutz durch Publizität.....  | 303        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>II. Verhältnis der Publizitätsrechtsakte zu OGAW- und AIFM-Regime .....</b>                                 | <b>305</b> |
| <b>1. Prospektrichtlinie.....</b>  | <b>305</b> |
| a. Verhältnis zum OGAW-Regime .....  | 307        |
| b. Verhältnis zum AIFM-Regime .....  | 309        |
| <b>2. Prospektverordnung.....</b>  | <b>312</b> |
| <b>3. Transparenzrichtlinie .....</b>  | <b>314</b> |
| <b>4. PRIIP-Verordnung .....</b>   | <b>317</b> |
| <b>5. Zusammenfassung .....</b>  | <b>320</b> |
| <b>III. Anlegerinformationspflichten des OGAW-Regimes .....</b>  | <b>322</b> |
| <b>1. Vorvertragliche Informationspflichten .....</b>  | <b>323</b> |
| <b>2. Periodische Informationspflichten .....</b>  | <b>326</b> |
| <b>3. Zwischenfazit .....</b>  | <b>328</b> |
| <b>IV. Anlegerinformationspflichten des AIFM-Regimes .....</b>   | <b>328</b> |
| <b>1. Vorvertragliche Informationspflichten .....</b>  | <b>328</b> |
| <b>2. Periodische Informationspflichten .....</b>  | <b>333</b> |
| <b>3. Zusätzliche Informationspflichten .....</b>  | <b>336</b> |
| <b>4. Zwischenfazit .....</b>  | <b>339</b> |
| <b>V. Informationspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden ..</b>   | <b>340</b> |
| <b>1. Mikroprudenzielle und makroprudenzielle Aufsicht.....</b>  | <b>341</b> |
| <b>2. Informationspflichten im OGAW-Regime.....</b>  | <b>344</b> |
| <b>4. Informationspflichten im AIFM-Regime.....</b>  | <b>347</b> |
| a. Informationen zu Anlageverhalten, Risikoprofil sowie Risiko- und Liquiditätsmanagement .....                | 348        |
| b. Informationen zum Einsatz von Hebelfinanzierung .....   | 350        |
| c. OGAW- und AIFM-Regime im Vergleich .....  | 353        |
| d. Informationspflichten bei Erlangung der Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten..... | 356        |

## **Kapitel 6 - Anforderungen an Vertrieb und die grenzüberschreitende Verwaltung..... 361**

### **I. Erbringung der Verwaltungstätigkeit im**

#### **Herkunftsmitgliedstaat ..... 363**

- 1. Erbringung durch Nicht-EU-AIFM in ihrem Referenzmitgliedstaat ..... 364**
- 2. Zulassung von Nicht-EU-AIFM in ihrem Referenzmitgliedstaat ..... 365**
  - a. Einhaltung der Vorschriften der AIFM-Richtlinie ..... 366
  - b. Gesetzlicher Vertreter im Referenzmitgliedstaat ..... 368
  - c. Zusätzliche Informationspflichten ..... 369
  - d. Anforderungen an das Drittland ..... 370
- 3. Vergleich von OGAW- und AIFM-Richtlinie ..... 371**

### **II. Grenzüberschreitende Erbringung der Verwaltungstätigkeit**

#### **..... 372**

- 1. Anzeigeverfahren nach der OGAW-Richtlinie ..... 373**
  - a. Erbringung im Wege des freien Dienstleistungsverkehrs ..... 374
  - b. Erbringung durch Errichtung einer Zweigniederlassung ..... 375
- 2. Anzeigeverfahren nach der AIFM-Richtlinie ..... 376**
  - a. Erbringung im Wege des freien Dienstleistungsverkehrs ..... 377
  - b. Erbringung durch Errichtung einer Zweigniederlassung ..... 379
- 3. Vergleich von OGAW- und AIFM-Richtlinie ..... 380**

### **III. Erbringung der Vertriebstätigkeit im Herkunfts-**

#### **mitgliedstaat..... 381**

- 1. Zulassungsverfahren nach der OGAW-Richtlinie ..... 384**
  - a. Zustimmung zum Antrag des OGAW-Verwalters ..... 385
  - b. Genehmigung der Vertragsbedingungen bzw. Satzung und der Wahl der Verwahrstelle ..... 386

|  |            |
|--|------------|
| 2. Anzeigeverfahren nach der AIFM-Richtlinie .....   | 387        |
| a. Allgemeine Verfahrensablauf und die einzuhaltenden Bedingungen .....  | 388        |
| b. Zusätzliche Voraussetzungen beim Vertrieb von Nicht-EU-AIF .....  | 390        |
| 3. Vergleich von OGAW- und AIFM-Richtlinie .....   | 391        |
| <b>IV. Grenzüberschreitende Erbringung der Vertriebstätigkeit</b>  | <b>395</b> |
| 1. Anzeigeverfahren nach der AIFM-Richtlinie .....   | 396        |
| 2. Anzeigeverfahren nach der OGAW-Richtlinie .....   | 399        |
| 3. Vergleich von OGAW- und AIFM-Richtlinie .....   | 400        |
| <b>V. Fazit.....</b>   | <b>405</b> |
| <b>VI. Weitere Angleichung von OGAW- und AIFM-Richtlinie ..</b>  | <b>407</b> |
| 1. Anpassung der OGAW-Richtlinie an die AIFM-Richtlinie hinsichtlich der Änderung ursprünglich angezeigter Informationen ..... | 407        |
| a. Aktuelle Verfahren in der AIFM-Richtlinie .....   | 407        |
| b. Bisheriges Verfahren in der OGAW-Richtlinie .....   | 410        |
| c. Neues Verfahren in der OGAW-Richtlinie .....  | 411        |
| 2. Einführung identischer neuer Vorschriften in OGAW- und AIFM-Richtlinie.....   | 413        |
| a. Verfahren zur Einstellung des grenzüberschreitenden Vertriebs europäischer Investmentfonds.....                             | 414        |
| b. Einführung von Einrichtungen für Kleinanleger .....   | 414        |
| <b>Kapitel 7 - Möglichkeit einer einheitlichen</b>   |            |
| <b>Verwalterregulierung.....</b>   | <b>417</b> |
| <b>I. Ergebnisse der Gegenüberstellung von OGAW- und AIFM-Richtlinie .....</b>   | <b>417</b> |

|   |            |
|---|------------|
| <b>II. Rückschlüsse aus den gefundenen Ergebnissen.....</b>   | <b>422</b> |
| <b>III. Lässt sich die Verwalterregulierung vereinheitlichen? .....</b>   | <b>425</b> |
| 1. Vorschriften in Bezug auf den Einsatz von Hebelfinanzierung  | 426        |
| 2. Informationspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden .....  | 428        |
| 3. Bewertung des Investmentfondsvermögens.....  | 430        |
| 4. Unterschiedliche Verfahren im Hinblick auf die Erbringung der<br>Vertriebstätigkeit im Herkunfts- bzw. Referenzmitgliedstaat ..... | 432        |
| 5. Ergebnis.....  | 434        |
| <b>IV. Sollte die Verwalterregulierung vereinheitlicht werden? ...</b>  | <b>435</b> |
| 1. Effizientere Gesetzgebung.....   | 435        |
| 2. Einheitlicher Rechtsrahmen für Verwalter, Verwahrstellen und<br>Anleger.....   | 436        |
| 3. Einheitlicher Rechtsrahmen für die Verwaltung von<br>Geldmarktfonds .....  | 438        |
| 4. Ergebnis.....  | 441        |
| <b>Kapitel 8 - Vorschlag für eine einheitliche<br/>Verwalterregulierung.....</b>  | <b>442</b> |
| <b>I. Grundlage: Die AIFM-Richtlinie.....</b>   | <b>442</b> |
| <b>II. Umwandlung der OGAW-Richtlinie in eine Produkt-<br/>        verordnung.....</b>  | <b>443</b> |
| <b>III. Umgang mit den Unterschieden von AIFM- und OGAW-<br/>        Regime .....</b>   | <b>445</b> |
| 1. Sachliche Anwendungsbereich.....   | 445        |
| a. Änderung der Definition des alternativen Investmentfonds .....   | 445        |
| b. Ausnahme der AIFM-Richtlinie für sog. „kleine“ AIFM.....   | 447        |
| c. Verwaltung von OGAW durch Nicht-EU-<br>Investmentfondsverwalter .....  | 453        |

|   |            |
|---|------------|
| <b>2. Bedingungen zur Aufnahme der Verwaltertätigkeit .....</b>                           | <b>455</b> |
| <b>3. Bedingungen zur Ausübung der Verwaltertätigkeit .....</b>                           | <b>458</b> |
| a. Inanspruchnahme von Primebrokern.....  | 458        |
| b. Einsatz von Hebelfinanzierung .....  | 460        |
| c. Bewertung des Investmentfondsvermögens .....   | 462        |
| d. Verwahrstelle.....   | 464        |
| e. Auslagerung bzw. Übertragung von Aufgaben .....  | 468        |
| <b>4. Informationspflichten.....</b>  | <b>475</b> |
| a. „Key Investor Information Document“ im OGAW-Regime .....                               | 476        |
| b. Bereitstellung vorvertraglicher Anlegerinformationen.....                              | 477        |
| c. Veröffentlichung eines Halbjahresberichts im OGAW-Regime .....                         | 481        |
| d. Zusätzliche Anlegerinformationspflichten im AIFM-Regime...                             | 483        |
| e. Informationspflichten im AIFM-Regime gegenüber den<br>Aufsichtsbehörden .....          | 485        |
| <b>5. Anforderungen an den Vertrieb und die grenzüberschreitende<br/>Verwaltung .....</b> | <b>489</b> |
| <b>6. Kleinere Unterschiede zwischen AIFM- und OGAW-Regime ..</b>                         | <b>492</b> |
| <b>IV. Zusammenfassung .....</b>  | <b>493</b> |
| <b>Literaturverzeichnis .....</b>   | <b>498</b> |