

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 319

**Die Übertragung von
Aufgaben durch
Kapitalverwaltungsgesellschaften
unter dem KAGB**

Zulässigkeit, Grenzen und Haftung

Von

Frank Herring



Duncker & Humblot · Berlin

FRANK HERRING

Die Übertragung von Aufgaben durch
Kapitalverwaltungsgesellschaften unter dem KAGB

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 319

Die Übertragung von Aufgaben durch Kapitalverwaltungsgesellschaften unter dem KAGB

Zulässigkeit, Grenzen und Haftung

Von

Frank Herring



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft
der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main hat diese Arbeit
im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D 30

Alle Rechte vorbehalten
© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-18060-8 (Print)
ISBN 978-3-428-58060-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit den Pflichten einer externen Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Übertragung dieser Pflichten auf Dritte.

Die bis 2004 verbotene Auslagerung der Portfolioverwaltung und der Fondsadministration sind mittlerweile aus der Praxis deutscher KVGn nicht mehr wegzudenken. Gleichwohl sind viele Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Pflichtenkreis der KVGn sowie der damit verbundenen Verantwortung und Haftung nach wie vor nicht befriedigend geklärt. Mit dieser Arbeit habe ich versucht, einen Beitrag zur Klärung dieser Rechtsfragen zu leisten.

In diese Arbeit sind Erkenntnisse eingeflossen, die ich in mehr als 20-jähriger Tätigkeit als Rechtsanwalt im Investmentrecht habe gewinnen können. Die Arbeit wurde maßgeblich verbessert durch zahlreiche Diskussionen mit Mandanten und Anwaltskollegen. Herrn Georg Klusak, Herrn Marcus Mecklenburg, Herrn Dr. Max Nikolaus, Herrn Titus Noltenius, Herrn Dr. Olaf Otting, Frau Karola Plumridge, Herrn Dr. Karl-Ludwig Ruppel, Herrn Conrad Ruppel, Herrn Michael Schmidt, Herrn Dr. Christian Schmies sowie Herrn Torsten Ziegler bin ich für ihre Gedanken und Einsichten zu Dank verpflichtet.

Ein besonderer Dank für seine wertvolle Unterstützung gilt meinem geschätzten Freund und Kollegen Herrn Dr. Mathias Hanten, einem ausgewiesenen Kenner der Materie.

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Johann Wolfgang Goethe-Universität als Dissertation angenommen. Großen Dank schulde ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Andreas Cahn, dessen wertvolle Hinweise diese Arbeit sehr bereichert haben. Ferner danke ich Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Ohne die Ermutigung meiner lieben Frau Sibel wäre diese Arbeit weder begonnen noch beendet worden – daher gebührt ihr zuallererst mein Dank.

Frankfurt am Main, im April 2020

Frank Herring

Inhaltsverzeichnis

Einleitung und Gang der Untersuchung	19
--	----

Teil I

Zivilrechtliche, investmentrechtliche und ökonomische Grundlagen	25
A. Klärung wichtiger Begriffe und Konzepte – Formen von Investmentvermögen	25
I. Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft	26
II. Investmentvermögen	26
1. Sondervermögen	27
a) Publikums-Sondervermögen	28
b) Spezial-Sondervermögen	29
c) OGAW und AIF	30
2. Investmentgesellschaften	30
a) Investmentaktiengesellschaften	30
b) Investmentkommanditgesellschaften	31
3. Verwahrstelle	34
B. Regelung von Pflichten und Haftung bei der individuellen Vermögensverwaltung ...	34
I. Der Vermögensverwaltervertrag als aufsichtsrechtlich regulierter Geschäftsbesorgungsvertrag	34
II. Typische Regelungsinhalte von Geschäftsbesorgungsverträgen	35
III. Regelungen in Vermögensverwaltungsverträgen	36
1. Regelung des Leistungsumfangs	36
a) Anlagerichtlinien zur Festlegung des Leistungsumfangs und zur Begrenzung des Ermessens	36
b) Zusammenarbeit mit anderen Dienstleistern	37
c) Vertraglicher Regelungsspielraum	37
2. Sorgfaltspflichten	38
3. Spezialproblem der produktiven Vermögensverwaltung: Berücksichtigung steuerlicher Verhältnisse	40
a) Rechtslage ohne vertragliche Regelung	41
b) Vertragliche Gestaltung	42
4. Regelung zur Substitution	43
5. Einsatz von Erfüllungsgehilfen	44

6. Haftungsregelungen	44
IV. Fazit	45
C. Der Investmentvertrag im Spannungsfeld von allgemeinem Zivilrecht und speziellem Investmentrecht	45
I. Der Investmentvertrag als Vertrag sui generis mit Geschäftsbesorgungscharakter	46
II. Rechtsbeziehungen im Investment-Viereck	47
III. Das Investmentrecht als ausfüllungsbedürftiger und der Ausfüllung zugänglicher Rechtsrahmen	49
D. Die KVG als Verwalterin des Fondsvermögens und Koordinatorin von Dienstleistungen Dritter	51
I. Überblick	51
II. Übertragung von Aufgaben bei Wertpapierfonds	52
1. Überblick über die Wertschöpfungs-Funktionsbereiche	53
2. Die Wertschöpfung der kollektiven Vermögensverwaltung im Einzelnen	55
a) Vertrieb von Investmentanteilen	55
b) Ausgabe von Investmentanteilen	56
c) Einzelfunktionen des Front Office	56
aa) Research und finanzielle Analysen zur Vorbereitung der Anlageentscheidung	57
bb) Vorläufiges Treffen der Anlageentscheidung	57
cc) Überprüfung der Auswirkung der Entscheidung auf Anlagegrenzen (Pre-trade Investment Compliance) und Risikoparameter ...	58
dd) Auftragsmanagement	58
ee) Umsetzen der Anlageentscheidung und Auftragserteilung	58
d) Einzelfunktionen des Middle Office	59
aa) Überwachung der Umsetzung der Anlageentscheidung (Trade Reconciliation)	60
bb) Post-trade, pre-settlement Investment Compliance	60
cc) Abwicklung	61
dd) Laufendes Risikomanagement und -controlling	61
ee) Zwischenergebnis	61
e) Einzelfunktionen des Back Office	61
aa) Fondsbuchhaltung/Fondsadministration	62
bb) Laufende Bewertung	63
cc) Performance-Messung	63
dd) Währungs- und Liquiditätsmanagement	64
ee) Abwicklung von Kapitalmaßnahmen (Corporate Actions Processing)	64
ff) Reporting	65
gg) Steuerliches Reporting	65

3. Stabsfunktionen	66
a) Recht und Compliance	66
b) Allgemeine Verwaltungstätigkeiten	66
III. Übertragung von Aufgaben bei Alternativen Assetklassen	66
1. Steuerstrukturierung	67
2. Due Diligence bei Sachwerten, z. B. Grundstückskäufen	67
3. Bewertung von Vermögensgegenständen eines AIF	68
4. Asset-, Property- und Facility-Management	68
5. Loan Administration	69
6. Prime Broker	69
IV. Übertragung von Aufgaben bei Spezial-Investmentvermögen	70
1. Strukturierung des Spezialfonds	70
2. Auswahl des externen Asset Managers	71
3. Selbststeuerer-Fonds – Der Anleger als Fondsmanager	71
4. Freiwillige Zusatz-Aufgaben, die explizit außerhalb des Investmentvertrages geregelt werden	72
V. Die Verwahrstelle als Dienstleister für die KVG und den Anleger	73
VI. Fazit und Ausblick	74
E. Der Begriff der Auslagerung im Sinne des Investmentrechtes	76
I. Problemaufriss	76
II. Definition des Begriffs „Auslagerung“ durch die BaFin	78
III. Vereinbarkeit der BaFin-Auffassung mit dem Wortlaut der einschlägigen Vorschriften	79
IV. Vereinbarkeit der BaFin-Auffassung mit der Systematik des KAGB	80
1. Systematik des § 36 KAGB und weiterer KAGB-Regelungen mit Auslagerungsbezug	80
2. Beschränkung von Auslagerungstatbeständen auf Portfolioverwaltung und Risikomanagement?	81
3. Beschränkung von Auslagerungstatbeständen auf „typischerweise“ von der KVG erbrachte Tätigkeiten	82
4. Beschränkung von Auslagerungstatbeständen aus gesetzessystematischen Gründen auf „dauerhaft ausgeübte“ Tätigkeiten?	84
a) Historische Entwicklung des Kriteriums „Dauerhaftigkeit“ bei der investmentrechtlichen Definition der Auslagerung	84
b) Aufsichtsrechtliche Literatur	86
c) Gesetzessystematische Gründe für die Berücksichtigung des Kriteriums „Dauerhaftigkeit“	87
5. Beschränkung von Auslagerungstatbeständen aus gesetzessystematischen Gründen auf „wesentliche“ Aufgabenübertragungen?	87
V. Am Gesetzeszweck orientierte Auslegung des Auslagerungsbegriffs	88
1. Zweck des § 36 KAGB und Reaktion der Aufsicht	88

2. Zweck des Art. 20 AIFM-RL	90
3. Kritische Würdigung und Zwischenergebnis	92
VI. Verfassungskonforme Auslegung	93
1. Aufgabe der verfassungskonformen Auslegung	93
2. Argumente gegen die verfassungskonforme Reduktion des § 36 KAGB	94
VII. Korrektur des möglicherweise zu weit geratenen Wortlautes auf der Rechts- folgende Seite	97

Teil 2

Der Investmentvertrag im Spannungsfeld von allgemeinem Zivilrecht und speziellem Investmentrecht 99

A. Freiheit der Parteien des Investmentvertrages, den Leistungsumfang der KVG festzu- legen	99
I. Ausdrückliche Regelungen der AIFM-Richtlinie zum Pflichtenkreis eines AIFM	101
1. Vorgaben der AIFM-Richtlinie	101
2. Stand der Diskussion bis November 2016	103
3. Diskussion infolge ESMA FAQ vom November 2016	105
II. Regelung für AIF-KVGen im deutschen Recht	107
1. Rechtsauffassung der BaFin	107
2. Kritische Analyse der BaFin-Auffassung	108
a) „Kollektive Vermögensverwaltung“, § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB	108
b) Verantwortlichkeit für die Bewertung, § 216 Absatz 7 S. 1 KAGB	109
c) Verantwortung für die Einhaltung der Vorschriften des Gesetzes, § 17 Abs. 3 KAGB	110
d) Zuweisung von administrativen Tätigkeiten in der Level 2-VO	111
e) Verweis auf Anhang I Nr. 2	111
f) Zwischenergebnis	112
3. Notwendigkeit der Zuweisung von Aufgaben an die regulierte KVG ...	112
4. Ergebnis	113
III. Beschränkung des Pflichtenkreises für alle Arten von AIF?	113
1. Szenario 1: Spezial-Investmentvermögen in Gesellschaftsform	113
2. Szenario 2: Publikums-Investmentvermögen in Gesellschaftsform	114
3. Szenario 3: Spezial-Sondervermögen	116
4. Szenario 4: Publikums-Sondervermögen	118
5. Ergebnis	118
IV. Regelungen der OGAW-Richtlinie betreffend den Leistungsumfang des Invest- mentvertrages	119
V. Folgefragen betreffend die Tätigkeiten in Anhang I der AIFM-RL	120

- B. Risikomanagement als Hauptpflicht der KVG 123
 - I. Rechtsquellen 123
 - 1. Rechtsquellen unter dem InvG 123
 - 2. Rechtsquellen unter neuem Recht 123
 - II. Risikomanagement als Teilbereich von Compliance? 124
 - III. Compliance als Teilbereich des Risikomanagement? 125
 - IV. Risikomanagement als Oberbegriff für Organisations- und Handlungspflichten 126
 - 1. „Risikocontrolling“ als eigenständiges Konzept im Rahmen des Risikomanagements? 126
 - 2. Systematik der gesetzlichen Pflichten 127
 - V. Die fondsbezogenen Handlungspflichten im Detail 128
 - 1. Festlegung von Risikolimiten (§ 29 Abs. 3 Nr. 3 KAGB i. V.m. Art. 44 Level 2-VO) 128
 - 2. Festlegung des maximal zulässigen Leverage, § 29 Abs. 4 KAGB 129
 - 3. Prä-Investitions Due Diligence, § 29 Abs. 3 Nr. 1 KAGB i. V.m. Art. 18 Abs. 3 Level 2-VO 130
 - 4. Erfassung, Messung, Analyse und Steuerung von fondsbezogenen Risiken, § 29 Abs. 3 Nr. 2 KAGB i. V.m. Art. 45 Level 2-VO 131
 - 5. Liquiditätsmanagement 132
 - 6. Zusatzaufgaben unter der DerivateVO 133
 - VI. Trennung von Risikomanagement und Portfolioverwaltung als Organisationsprinzip 133
 - VII. Vertragliche Gestaltung der Reichweite des Risikomanagements 134
- C. Leistungs- und Sorgfaltspflichten im Rahmen der Portfolioverwaltung 134
 - I. Problemaufriss 134
 - II. Umfang der gesetzlich geschuldeten Portfolioverwaltung 136
 - 1. Hinweise in Gesetzeswortlaut und -systematik 136
 - 2. Hinweise in den Gesetzesmaterialien 137
 - 3. Die Ansicht der deutschen Investmentaufsicht 137
 - 4. Ansichten in der Literatur zum Begriff der Portfolioverwaltung 138
 - III. Eigene Auffassung 139
 - 1. Ausgangspunkt der eigenen Definition 139
 - 2. Einschränkung des Geltungsbereichs der Definition für die Zwecke dieser Untersuchung 140
 - 3. Weitere notwendige Einschränkung des Begriffs „Portfolioverwaltung“ 140
 - IV. Praktische Konsequenzen 141
 - 1. Allgemeines 141
 - 2. Due Diligence bei Sachwerten als Teil der Portfolioverwaltung 141
 - 3. Beschaffung von Marktdaten als Teil der Portfolioverwaltung 142
 - 4. Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren grundsätzlich kein Teil der Portfolioverwaltung 143

5. Middle Office und Back Office-Funktionen als Teil der Portfolioverwaltung	145
a) Portfolioverwaltung im Middle Office?	146
b) Back Office-Funktionen als Teil der Portfolioverwaltung	146
6. Property Management und Asset Management kein Teil der Portfolioverwaltung von Immobilienfonds	147
7. Loan Administration	148
V. Zwischenergebnis	148
VI. Einschränkung der Reichweite der Portfolioverwaltung durch Vertrag zwischen KVG und Anleger?	149
VII. Plausibilitätskontrolle	149
VIII. Sorgfaltspflichten des Anlageverwalters bei der kollektiven Vermögensverwaltung	151
D. Zulässigkeit der Substitution und des Einsatzes von Erfüllungsgehilfen im Rahmen des Investmentvertrages	152
I. Inhalt von § 664 Abs. 1 BGB	152
II. Anwendbarkeit des § 664 Abs. 1 BGB im Rahmen des Investmentvertrages	153
III. „Übertragung auf einen Dritten“ i. S. v. § 664 Abs. 1 S. 1 BGB	153
IV. Auswirkung von § 36 KAGB auf die Zulässigkeit der Substitution	154
V. Nicht jede Auslagerung ist eine Substitution und <i>vice versa</i>	155
VI. Zwischenergebnisse	156
E. Zulässigkeit und Grenzen der Haftungsbeschränkung durch KVGen	156
I. Problemaufriss	156
II. Beschränkung der Haftung für eigenes Verschulden im Investment-Dreieck	158
1. Regelung im BGB – AGB vs. Individualabrede	159
2. Investmentrechtliche Regelungen	160
3. Ergebnis für die Rechtslage im Investment-Dreieck	162
III. Beschränkung der Haftung für eigenes Verschulden im Investment-Viereck	162
IV. Beschränkung der Haftung für fremdes Verschulden im Investmentvertrag	163
1. Kein allgemeines Verbot der Haftungsbeschränkung für Dritte von KVGen in BGB oder KAGB	163
2. Spezialfall „Objektgesellschaften“	164
3. Spezialfall „externer Bewerter“	165
4. Spezialfall „Auslagerungen“, § 36 Abs. 4 KAGB	169

Teil 3

Spezialprobleme des Auslagerungstatbestandes	174
A. Anwendung der „Auslagerungs“-Definition auf Praxisfälle	174
I. Vertrieb von Investmentanteilen	174
1. Relevanz der Fragestellung	175
2. Zu beurteilende Sachverhalte	175
3. Qualifikation des Einsatzes von Intermediären beim Vertrieb von Investmentanteilen als „Auslagerung“	177
bb) Beauftragung eines anderen Unternehmens mit der Wahrnehmung von der KVG obliegenden Aufgaben	177
aa) Kein „Absatzauftrag“	177
bb) Liegt in der Übertragung von Informationspflichten der KVG eine „Beauftragung“ mit „typischen KVG-Pflichten“?	178
b) Zusammenfassung	181
II. Ausführung von Aufträgen durch Dritte (z. B. Broker oder Verwahrstelle)	181
III. Rechenzentrums-Dienstleistungen	181
1. Gesetzeswortlaut	181
2. Überblick über die Diskussion	182
3. Eigene Ansicht	183
4. Kauf und Betrieb von nicht-standardisierter Software	184
IV. Einholung von Informationen oder Empfehlungen Dritter in Bezug auf Vermögensgegenstände, die die KVG für Anlageentscheidungen benötigt	185
V. Objektgesellschaften und Auslagerung	188
1. Abgrenzung auf Tatbestandsebene	189
2. §§ 234, 235 KAGB als <i>lex specialis</i> im Verhältnis zu § 36 KAGB?	191
3. Investmentrechtliche „Identität“ von Objektgesellschaft und KVG?	192
4. Ergebnis	193
VI. Unterauslagerung/Weiterverlagerung	194
B. Teleologische Reduktion der Begriffe „Portfolioverwaltung“ und „Risikomanagement“ für Zwecke des § 36 KAGB	195
I. Problemaufriss	195
II. Möglichkeit einer gesetzeskonformen Einschränkung der Begriffe	197
III. Zielsetzung des § 36 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 KAGB	198
IV. Versuch einer teleologischen Reduktion des § 36 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 KAGB	199
1. Einschränkung der Vorschrift in Bezug auf Portfolioverwaltung	200
2. Einschränkung der Vorschrift in Bezug auf Risikomanagement	200
3. Zwischenergebnis	201
V. Zielsetzung des § 36 Abs. 1 Nr. 4 KAGB	201
VI. Versuch einer teleologischen Reduktion in Bezug auf § 36 Abs. 1 S. 1 Nr. 4 KAGB	202

VII. Zielsetzung des § 36 Abs. 3 KAGB	203
VIII. Versuch einer teleologischen Reduktion in Bezug auf § 36 Abs. 3 KAGB	203
IX. Vollständige Befreiung der Übertragung bestimmter Risikomanagement-Funktionen von den Auslagerungsvorschriften	204
X. Ergebnis	205
C. Die Grenzen zulässiger Auslagerung – KVGen als „Briefkastenfirmen“	205
I. Eingrenzung der juristischen Problemstellung auf in der Praxis vorkommende Gestaltungen	205
II. Wirtschaftliche Bedeutung der Fragestellung	208
III. Strukturelle Kriterien (Art. 82 Abs. 1 lit a) bis c) Level 2-VO)	209
IV. Auslagerung im Übermaß (Art. 82 Abs. 1 lit. d) Level 2-VO)	212
1. Ganzheitliche vs. Fonds-individuelle Betrachtung?	212
2. Berücksichtigung quantitativer und qualitativer Kriterien	213
3. Qualitatives Kriterium Nr. 1: Die Art der Vermögenswerte	215
4. Qualitatives Kriterium Nr. 2: Bedeutung der Vermögenswerte für den Erfolg der Anlagestrategie	216
5. Qualitatives Kriterium Nr. 3: Geographische und sektorale Verteilung der Anlagen	216
6. Qualitative Kriterien Nr. 4 und 5: Risikoprofil/Anlagestrategien	217
7. Qualitatives Kriterium Nr. 6: Art der übertragenen/verbleibenden Aufgaben	217
8. Qualitatives Kriterium Nr. 7: „Konfiguration der Beauftragten“	218
V. Zusammenfassende Würdigung von Art. 82 Abs. 1 lit. d) Level 2-VO	218
VI. Praktische Auswirkungen	219

Teil 4

Fazit, Empfehlungen und Ausblick	221
A. Zusammenfassung der Ergebnisse	221
B. Empfehlung	224
C. Ausblick	225
Annex	226
Literaturverzeichnis	228
Schreiben der Aufsichtsbehörden	237
Sachwortverzeichnis	241

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
a. F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft; Aktiengesellschaft
AIF	Alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund)
AIFM	Alternativer Investmentfonds Manager (Alternative Investment Fund Manager)
AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2011 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 Nr. L 174 v. 1.7.2011, S. 1 ff.
AIFM-StAnpG	AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz-AIFM-UmsG)
AktG	Aktiengesetz
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AnlV	Anlageverordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAIT	Rundschreiben 10/2017 (BA) – Bankaufsichtliche Anforderungen an die IT (BAIT)
BAKred	Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen (seit 1.5.2002 in der BaFin aufgegangen)
BB	Betriebs-Berater
Beck'scherOK	Beck'scher Onlinekommentar
BegrRegE	Begründung zum Regierungsentwurf
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
bzgl.	bezüglich

CESR	Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (Committee of European Securities Regulators)
CSSF	Finanzaufsicht Luxemburg (Commission de Surveillance du Secteur Financier)
DB	Der Betrieb
Der Konzern	Zeitschrift für das Konzernrecht, Konzernsteuerrecht sowie das Bilanzrecht und Bilanzierung
DerivateVO	Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten, Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften in Investmentvermögen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
Diss.	Dissertation
Durchführungs-RL	Durchführungsrichtlinie
Durchführungs-VO	Durchführungsverordnung
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
Erg.-Lfg.	Ergänzungslieferung
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EZB	Europäische Zentralbank
f.; ff.	folgende; fortfolgende
FAQ	Frequently Asked Questions Dokument der BaFin
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
Hrsg.	Herausgeber
InvG	Investmentgesetz
InvKG/Investment-KG	Investment-Kommanditgesellschaft
InvMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften
InvStG	Investmentsteuergesetz
i. S. d.	im Sinne der/des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGB-E	Regierungsentwurf des Kapitalanlagegesetzbuchs
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAMaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Kapitalverwaltungsgesellschaften; BaFin-Rundschreiben 01/2017 (WA) in der Fassung vom 10.01.2017
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz

Level 2-Verordnung; Delegierte VO (EU) Nr. 231/2013 v. 19.12.2012	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 Nr. L 83 v. 22.3.2013, 1 ff.
lit.	Buchstabe
LG	Landgericht
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
Master-KAG	Master-Kapitalanlagegesellschaft
Master-KVG	Master-Kapitalverwaltungsgesellschaft
MiFID I bzw. MiFID I-Richtlinie	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 200/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1, 43 f.
MiFID II bzw. MiFID II-Richtlinie	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349 ff.
MiFID II Level 2-VO	Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 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
MoU	Memorandum of Understanding
MüKo-BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit weiteren Nachweisen
m. w. N.	
NIW	Nettoinventarwert
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGAW -Richtlinie	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, ABl. EU Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 32 ff.
OLG	Oberlandesgericht
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RegE	Regierungsentwurf
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Tz.	Textziffer
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

Einleitung und Gang der Untersuchung

Die erste deutsche Kapitalanlagegesellschaft wurde 1949 gegründet. Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) schuf 1957 einen rechtlichen Rahmen für die Tätigkeiten der deutschen Kapitalanlagegesellschaften¹, nach immerhin sechs Jahren Vorarbeiten². Dieser Rechtsrahmen wurde in der Folge maßgeblich weiter entwickelt durch die Umsetzung zweier europäischer Richtlinien, der OGAW-RL und der AIFM-RL. Die Entwicklung mündete 2013 in einem über 350 Paragraphen langen Gesetzeswerk, dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

Angesichts dieser langen Gesetzgebungshistorie und der großen wirtschaftlichen Bedeutung der deutschen Investmentbranche³ sollte man denken, dass jedenfalls über folgende drei Fragen weitgehend Klarheit herrscht, nämlich:

Welches sind die vertraglich nicht abdingbaren originären Leistungs- und Sorgfaltspflichten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft⁴ (KVG) unter dem KAGB bei der Verwaltung von Investmentvermögen?

In welcher Form und innerhalb welcher Grenzen darf die KVG für die Erfüllung dieser Pflichten Dritte heranziehen?

Hat die KVG die Möglichkeit, die Haftung für eigenes oder fremdes Verschulden zu beschränken?

Hinsichtlich dieser Fragen ist das Investmentrecht in seiner langjährigen Entwicklungsgeschichte nicht klarer geworden. Im Gegenteil haben in jüngerer Zeit insbesondere die AIFM-RL und deren Umsetzung in das deutsche Recht maßgeblich zur Verunsicherung darüber beigetragen, welche Pflichten vom Aufgabenkreis einer KVG umfasst sind. Erkenntnisse, die man unter der Geltung des Investmentgesetzes⁵ (InvG) meinte gewonnen zu haben, müssen unter dem KAGB kritisch hinterfragt werden.

¹ Zur Historie vgl. *Zeller*, in: B/S, Einleitung KAGG, Rn. 6.; ferner *Emde*, in: E/D/D, Einleitung.

² *Gebler*, WM Sonderbeilage Nr. 4/1957, 10.

³ Vergleiche hierzu die detaillierte Darstellung bei *Wilkens/Rohleder*, S. 22.; die im Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) zusammengeschlossenen deutschen Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalteten per 31. Dezember 2018 Investmentvermögen im Wert von EUR 3 bn (vgl. BVI Jahrbuch 2019, S. 32).

⁴ Die Begriffe Kapitalanlagegesellschaft bzw. KAG und Kapitalverwaltungsgesellschaft bzw. KVG werden in dieser Untersuchung ausschließlich für deutsche Fondsverwaltungsgesellschaften verwendet, im Übrigen wird von „Verwaltungsgesellschaften“ gesprochen.

⁵ D.h. des Vorgängergesetzes zum KAGB.

Die Fragen sind nicht nur von akademischem oder dogmatischem Interesse: Deutsche KVGen stehen in einem immer schärferen Wettbewerb untereinander und vor allem auch gegenüber ausländischen Konkurrenten. Dieser Wettbewerb sowie die immer größere Beliebtheit sog. „Exchange Traded Funds“⁶ haben insbesondere im Bereich der Fonds für institutionelle Anleger zu einem Margenverfall geführt. Zugleich legt der Gesetzgeber den KVGen ein immer engeres Korsett von Compliance-Vorschriften an, deren Verletzung erhebliche Haftungsrisiken birgt⁷. Der Katalog der Ordnungswidrigkeiten-Tatbestände im KAGB umfasst nach letzter Zählung weit über 100 Handlungen bzw. Unterlassungen. Diese können mit zum Teil sehr hohen Bußgeldern geahndet werden. In dieser Situation fragen sich immer mehr KVGen, inwieweit Risiko und Ertrag ihrer Tätigkeit noch in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. Sie versuchen auszuloten, welche der bislang von ihnen erbrachten Tätigkeiten ggf. durch Dritte erbracht werden können, am besten unter vollständiger Abwälzung der Haftung auf diese.

Die Fragen haben darüber hinaus eine besondere Aktualität und Dringlichkeit durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU (Brexit) erhalten. Asset Manager, die bislang in UK beheimatet waren, müssen in einem der EU27-Länder eine voll-lizenzierte Verwaltungsgesellschaft gründen, um den effektiven, einfachen Zugang zum Markt der EU27 nicht zu verlieren. Nur so können sie weiterhin vom „EU Passport“ profitieren. Die European Securities and Markets Authority (ESMA) hat sich mehrfach dazu geäußert, welche Pflichten solche Verwaltungsgesellschaften aus ihrer Sicht haben, und in welchen engen Grenzen diese Pflichten auf Dritte, insbesondere das britische Mutterhaus, übertragen werden können.

Alle oben angesprochenen Fragen, also Pflichtenkreis, Möglichkeit der Einschaltung Dritter sowie Begrenzung der Haftung, haben sowohl aufsichtsrechtliche als auch zivilrechtliche Aspekte. Diese können im Investmentvertrag geregelt werden, soweit nicht investmentrechtliche Vorgaben die Vertragsfreiheit einschränken. Um das Verhältnis von allgemeiner Vertragsfreiheit und speziellem Investmentrecht geht es primär in der vorliegenden Untersuchung.

Die AIFM-Richtlinie ist erst seit 2013 in den Mitgliedstaaten der EU umgesetzt. Seither gibt es nur wenige, zum Teil widersprüchliche Äußerungen von BaFin und ESMA zu den hier untersuchten Fragen. Auch deutsche Gerichte mussten sich seit

⁶ Dabei handelt es sich um an einer Börse notierte Fonds, die anstelle eines aktiven Managements passiv einen Index nachbilden, mit geringerem Aufwand und Ertrag für die Verwaltungsgesellschaft. Zahlreiche Fondsgesellschaften sehen sich in der Kritik, weil sie zur Reduzierung ihrer Aufwände ihren Retail-Kunden angeblich aktiv verwaltete Fonds verkaufen, die jedoch tatsächlich nur einen Index abbilden, sog. „Closet Tracker“. Vgl. hierzu BaFin-Befund Closet Tracking und die in Folge der festgestellten Missstände ergriffenen Maßnahmen (BaFin-Maßnahmen Closet Tracking); im Wesentlichen wird eine größere Transparenz bezüglich der Management-Methode verlangt.

⁷ Kritisch zur Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe und den damit verbundenen Haftungsrisiken *Weiser/Jang*, BB 2012, 1219 (1222).

2013 nur selten mit investmentrechtlichen Fragen befassen⁸. Daher wurden für diese Untersuchung auch Aussagen der Aufsichtsbehörden in Frankreich, Liechtenstein, Luxemburg, Österreich, der Schweiz und des Vereinigten Königreichs ausgewertet und, wo dies sinnvoll erschien, zitiert. Auch wenn diese Aussagen für die Auslegung des deutschen Rechtes nicht verbindlich sind, genießen sie doch eine „persuasive authority“. Sie sollten daher bei der Beantwortung der zahlreichen Streitfragen nicht ignoriert werden.

Die Untersuchung gliedert sich in vier Teile:

In Teil 1 („Zivilrechtliche, investmentrechtliche und ökonomische Grundlagen“) werden u. a. investmentrechtliche Grundbegriffe definiert und erörtert.

Es wird gezeigt werden, dass der Umfang der Vertragsfreiheit bzw. deren Einschränkung im kollektiven Investmentrecht sich möglicherweise danach bestimmt, welche Rechtsform die von der KVG verwalteten Fonds haben. Daher ist es sinnvoll, in Abschnitt A. einige Begriffe zu klären, und die verschiedenen Formen von Investmentvermögen, welche KVGen verwalten, in der gebotenen Kürze darzustellen.

Ausgangspunkt der weiteren Untersuchung ist die recht banale Erkenntnis, dass auch die „kollektive Vermögensverwaltung“, d. h. die Vermögensverwaltung nicht für einen Anleger, sondern für eine Vielzahl von Anlegern in einem Investmentvehikel⁹, zunächst einmal „Vermögensverwaltung“ ist. Sie ist damit der individuellen Vermögensverwaltung durchaus ähnlich. Es wird gezeigt werden, in welchem Umfang bei der individuellen Vermögensverwaltung explizit oder implizit die Komplexe Pflichtenkreis, Einschaltung Dritter und Begrenzung der Haftung zu regeln bzw. geregelt sind (Abschnitt B).

Im Anschluss wird das Rechtsverhältnis zwischen KVG, Investmentvermögen und Anleger(n) im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung erläutert (Abschnitt C). Dieser Abschnitt erklärt zunächst nur überblicksartig, in welcher Weise das Investmentrecht den Rahmen setzt, innerhalb dessen die Parteien ihre rechtliche Beziehung frei regeln können.

In Abschnitt D. wird zunächst ohne rechtliche Bewertung dargestellt, wie stark KVGen bei der Erledigung ihrer Aufgaben auf Dritte zugreifen und vielfach darauf sogar angewiesen sind. Dies sind neben Marktinfrastrukturanbietern auch unabhängige externe Bewerter, Risikomanagement-Experten, Vertriebspartner, etc.

In den Teilen 2 und 3 dieser Untersuchung wird wiederholt der Begriff „Auslagerung“ verwendet, wenn es um die Übertragung von Aufgaben durch KVGen geht. In Abschnitt E. wird daher dargestellt, wie dieser Begriff im Investmentrecht von der BaFin und von ESMA verstanden wird. Es wird zugleich erörtert, ob es zwingende

⁸ Zur Frage der Wirksamkeit einer Vereinbarung von Aufwendungsersatzansprüchen in AGB einer KVG siehe BGH, Urteil vom 19.5.2016 – III ZR 399/14 – WM 2016, 1118; zur Frage des Bestehens einer organschaftlichen Vertretungsmacht der KVG bei Investmentkommanditgesellschaft siehe OLG München, Urteil vom 1.10.2015 – 23 U 1570/15 – BKR 2016, 42.

⁹ Zum Begriff vgl. *Zetzsche*, Prinzipien, S. 1 ff.