

René López

Anlegerhaftung im Investmentrecht

Der Haftungsdurchgriff bei
existenzvernichtenden Eingriffen

Wissenschaftliche Beiträge aus dem Tectum Verlag

Reihe Rechtswissenschaft

Wissenschaftliche Beiträge
aus dem Tectum Verlag

Reihe Rechtswissenschaft
Band 267

René López

Anlegerhaftung im Investmentrecht

Der Haftungsdurchgriff bei
existenzvernichtenden Eingriffen

Tectum Verlag

Anlegerhaftung im Investmentrecht
Der Haftungsdurchgriff bei existenzvernichtenden Eingriffen
Wissenschaftliche Beiträge aus dem Tectum Verlag,
Reihe: Rechtswissenschaft, Bd. 267

Zugl.: Diss., Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, 2025
u.d.T.: Anlegerhaftung im Investmentrecht - Haftungsdurchgriff auf den Anleger

© Tectum – ein Verlag in der Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2026
ISBN 978-3-68900-592-4
ePDF 978-3-68900-593-1
ISSN 1861-7875

Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung
bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG

Alle Rechte vorbehalten

Besuchen Sie uns im Internet
www.tectum-verlag.de



Onlineversion
Inlibra

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

Meiner Familie

Vorwort und Danksagung

Die vorliegende Arbeit lag im Sommersemester 2025 der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg als Dissertation vor. Für die Publikation wurden Literatur und Rechtsprechung bis zum Ende des Jahres 2025 nach Möglichkeit berücksichtigt. Die Arbeit wurde während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Deutsches, Europäisches und Internationales Privat- und Wirtschaftsrecht bei Prof. Dr. Robert Freitag, Maître en droit (Bordeaux), RiOLG Nürnberg begonnen. Nach meiner weiteren Tätigkeit am Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Europarecht bei Prof. Dr. Bernhard Wegener wurde sie schließlich während meines Wirkens am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung bei Prof. Dr. iur. Dr. h. c. Mathias Rohe M.A., RiOLG a. D. abgeschlossen.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Robert Freitag, Maître en droit (Bordeaux), RiOLG Nürnberg, der mir den Anstoß zu dem in dieser Arbeit behandelten Thema gab. Herrn Prof. Dr. Timo Fest, LL. M. (Pennsylvania) danke ich zudem für die Erstellung des Zweitgutachtens. Ebenso möchte ich mich bei meinem gesamten Lehrstuhl-Team und insbesondere bei Herrn Prof. Dr. iur. Dr. h. c. Mathias Rohe M.A., RiOLG a. D. für das außerordentlich angenehme Arbeitsklima bedanken, das maßgeblich zur Fertigstellung der Arbeit beigetragen hat. Herrn Leo-Valery Zaruba danke ich für die Unterstützung bei der umfangreichen formalen Überarbeitung des Manuskripts. Ebenso danke ich insbesondere Frau Dr. Annalena Gras, LL. M. und Herrn Dr. Eric Schießler u.a. für die jederzeit anregenden, aufbauenden und motivierenden Gespräche.

Blicke ich nun auf die gesamte Zeit der Entstehung dieser Arbeit zurück, stelle ich fest, dass ich nicht mehr derselbe Mensch bin wie zuvor. Nicht nur bin ich ein Stück älter geworden, sondern auch um einige wertvolle Erfahrungen reicher.

Vorwort und Danksagung

Neben den fachlichen Erkenntnissen, die ich in dieser Zeit erlangen konnte, war die Phase der Promotion in persönlicher Hinsicht die bisher lehrreichste Schule für mich. Zu bislang keiner Zeit habe ich mich wohl so sehr mit meiner eigenen Persönlichkeit auseinandergesetzt, wie in diesem Abschnitt. Auch wenn er sich zugegebenermaßen nicht immer angenehm angefühlt hat, möchte ich besonders die daraus resultierenden Erkenntnisse im Ergebnis keinesfalls missen.

Mein allergrößter Dank gilt abschließend meiner gesamten Familie, die mich von Beginn an bei allen meinen Vorhaben unterstützt, motiviert und besonders in Phasen der Niedergeschlagenheit wieder aufgebaut hat. Ohne diesen starken Rückhalt wäre die Dissertation wohl nicht in ihrer finalen Fassung entstanden. Ihnen allen ist diese Arbeit daher gewidmet.

Erlangen, im Dezember 2025

René López

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Einführung in die Problemstellung	1
Kapitel 1. Grundlagen	11
§ 1. Ausgangslage	11
§ 2. Auswirkungen und Vorstellbarkeit eines Haftungsdurchgriffs im Investmentrecht	88
Kapitel 2. Begründbarkeit eines Haftungsdurchgriffs in Abhängigkeit von der Organisationsform des Anlagevehikels	181
§ 3. Investmentgesellschaften	183
§ 4. Investmentsondervermögen	335
Kapitel 3. Handhabung der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs im Investmentrecht	365
§ 5. Ausgestaltung der Haftung mit Blick auf die investmentrechtlichen Organisationsformen	365
§ 6. Zusammenfassende konkrete Fallgruppenbildung anhand der Investmentvehikel	423
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	429
Literaturverzeichnis	441
Stichwortverzeichnis	489

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XXVII
---------------------------------	-------

Einführung in die Problemstellung	1
---	---

I. Einführung in die Problemstellung und Formulierung der Forschungsfrage	1
1. Einführung in die Problemstellung	1
2. Formulierung der Forschungsfrage und Eingrenzung der Untersuchungen	7
II. Gang der Untersuchung	9

Kapitel 1. Grundlagen	11
---------------------------------	----

§ 1. Ausgangslage	11
-----------------------------	----

I. Hintergrund für die Normierung des deutschen Investmentrechts	12
1. Allgemeine Zielsetzungen	12
a) Wirtschaftspolitische Zielsetzungen	12
b) Anlegerbezogene Zielsetzungen	14
aa) Die Anlageentscheidung als ökonomischer Prozess	15
bb) Klassisches Anlegerleitbild des Gesetzgebers	17
(1) Interessenlage	17
(2) Keine Sachkenntnis	18
(3) Geringes Investitionsvolumen	19
(4) Risikoaversion	20
(5) Fehlende Zeit	23
cc) Reaktion des Gesetzgebers	24
2. Zwischenfazit	28

II. Anleger	28
1. Definition	29
2. Untergliederungen	31
a) Professionelle Anleger.	33
aa) Zugelassene oder unter Aufsicht stehende Rechtssubjekte	34
bb) Große Unternehmen	35
cc) Nationale Regierungen bzw. Zentralbanken und internationale bzw. supranationale Einrichtungen	35
dd) Andere institutionelle Anleger mit der Anlage von Finanzinstrumenten als Haupttätigkeit. . .	36
ee) Zwischenfazit	36
b) Semiprofessionelle Anleger	36
aa) Anleger mit einer Mindestinvestition von 200.000 Euro mit zusätzlichen Voraussetzungen	37
bb) Geschäftsleiter einer KVG bzw. Geschäftsführungsmitglied einer extern verwalteten Investmentgesellschaft.	38
cc) Anleger mit einer Mindestinvestitionssumme von 10 Millionen Euro	39
dd) Öffentliche Anleger	40
ee) Zwischenfazit	42
c) Privatanleger.	42
d) Zwischenfazit	43
3. Anlegerverständnis nach KAGB – Abweichungen vom klassischen Anlegerleitbild aus heutiger Perspektive. .	43
a) Privatanleger.	45
aa) Interessenlage	45
bb) Keine Sachkenntnis	45
cc) Geringes Investitionsvolumen	47
dd) Risikoaversion	47
ee) Fehlende Zeit	48
b) (Semi-)professionelle Anleger	48
aa) Interessenlage	48
bb) Sachkenntnis	49
cc) Größeres Investitionsvolumen	49
dd) Risikoaversion?	49

Inhaltsverzeichnis

ee) Fehlende Zeit?	50
c) Zwischenfazit	50
4. Rechtliche Stellung des Anlegers	50
a) Folgen der Einordnung in eine bestimmte Anlegerkategorie	51
b) Rechtliche Stellung des Anlegers im investmentrechtlichen Gefüge	52
aa) Rechtliche Stellung des Anlegers gegenüber der KVG	52
(1) Bei Verwaltung eines Sondervermögens	52
(a) Trennungsgebot	53
(b) Fehlendes Weisungsrecht der Anleger	54
(c) Rückgaberecht bei offenen Investmentsondervermögen	59
(2) Bei Investmentgesellschaften	62
(a) Rechtsbeziehungen zwischen Anleger und KVG	62
(aa) Bei externer Verwaltung	62
(bb) Bei interner Verwaltung	64
(b) Auswirkungen	65
(aa) Trennungsgebot	65
(bb) Keine Haftung des Fonds für Verbindlichkeiten der KVG	66
(cc) Befriedigung der Vergütungsansprüche nur aus dem Fondsvermögen	67
(dd) Fehlendes Weisungsrecht der Anleger	69
(ee) Rückgaberecht der Anleger	72
(3) Zwischenfazit	75
bb) Rechtliche Stellung des Anlegers gegenüber der Verwahrstelle	75
cc) Rechtliche Stellung der Anleger zueinander	78
(1) Investmentsondervermögen	78
(2) Investmentgesellschaften	80
III. Fondsgläubiger	84
IV. Terminologie der Durchgriffshaftung	85
V. Zwischenfazit	87

§ 2. Auswirkungen und Vorstellbarkeit eines Haftungsdurchgriffs im Investmentrecht	88
I. Prävention gläubigerschädigender Verhaltensweisen . . .	89
1. Möglichkeiten der Verhaltenssteuerung durch gesetzgeberisches Tätigwerden – Rechtliche Steuerungsmöglichkeiten von Verhalten	90
2. Vor- und Nachteile möglicher Verhaltenssteuerungsmethoden	93
a) Allgemein	93
aa) Versprechen von Vorteilen bei erwünschtem Verhalten (positive Anreize)	93
(1) Positive Aspekte	93
(2) Negative Aspekte	94
bb) Anordnung von negativen Konsequenzen bei unerwünschtem Verhalten (negative Anreize)	95
(1) Negative Aspekte	96
(2) Positive Aspekte	97
b) Ausgewählte Alternativen zur negativen Anreizsetzung	98
aa) Mindestkapitalanforderungen	99
bb) Pflichtversicherungen	99
cc) Sicherheitsleistungen	100
dd) Aufsichtsrechtliche Vorschriften	101
ee) Durchgriffshaftung	101
II. Vorstellbarkeit einer Durchgriffshaftung im Investmentrecht unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Anlegerklassen	104
1. Allgemeine Begründungsansätze für einen Haftungsdurchgriff	106
a) Missbrauchstheorien	107
b) Normzwecklehre	111
2. Bestehen einer Betrachtungslücke	113
a) Gesetzgeberisch betrachtete und bewertete Situation	115
b) Tatsächlich aktuell bestehende Entscheidungssituation	117
aa) Personelle Ebene	117
bb) Situative Ebene	122
cc) Zwischenfazit	123

c)	Gegen das Bestehen einer Betrachtungslücke sprechende Aspekte	123
aa)	Ausreichende Effizienz aufsichtsrechtlicher Regelungen?	123
bb)	Ausschluss aufgrund der Zielsetzung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit – „Internationale Wettbewerbsfähigkeit um jeden Preis“?	123
d)	Zwischenfazit	125
3.	Vorstellbarkeit einer Durchgriffshaftung zulasten der Anleger im Hinblick auf die Grundgedanken des Investmentrechts im Allgemeinen	125
a)	Haftungslösung zulasten unterschiedlicher Beteiligter	128
aa)	Haftungslösung zulasten der KVG	128
(1)	Befürwortende Aspekte	128
(2)	Entgegensprechende Aspekte	130
bb)	Haftungslösung zulasten der Verwahrstelle	131
(1)	Befürwortende Aspekte	134
(2)	Entgegensprechende Aspekte	135
cc)	Haftungslösung zulasten der Anleger	137
(1)	Befürwortende Aspekte	137
(2)	Entgegensprechende Aspekte	140
b)	Zwischenergebnis	141
4.	Maßstäbe für den Zugriff auf Privatvermögen im Kapitalgesellschafts-, Personengesellschafts- und Investmentrecht	141
a)	Kapitalgesellschaftsrecht	142
aa)	Mindestfinanzausstattung	142
bb)	Kein automatischer Rückschluss von kapitalgesellschaftsrechtlicher Beteiligung auf Haftungsbeschränkung	144
cc)	Zusammenhang zwischen unternehmerischer Verantwortung und Haftung	146
(1)	Im AktG	146
a)	Ermöglichung eines Gläubigerzugriffs auf gesellschaftsfremdes Vermögen anlässlich eines Anspruchs gegen die Gesellschaft	146

Inhaltsverzeichnis

(b) Auffälligkeiten	148
(aa) Subsidiarität	149
(bb) Bezug zu gesellschaftsverwaltender Tätigkeit	149
(cc) Staffelung nach Verschuldensgrad	152
(dd) Auswirkungen der Fehlerquelle auf die Haftungsmodalitäten	154
(aaa) Externe Fehlerquelle	154
(bbb) Interne Fehlerquelle	155
(ccc) Zwischenfazit	159
(ee) Zwischenfazit	159
(c) Zwischenfazit	160
(2) Im GmbHG	161
(a) Ermöglichung eines Gläubigerzugriffs auf gesellschaftsfremdes Vermögen anlässlich eines Anspruchs gegen die Gesellschaft	161
(b) Auffälligkeiten	164
(aa) Subsidiarität	164
(bb) Bezug zu gesellschaftsverwaltender Tätigkeit	164
(cc) Staffelung nach Verschuldensgrad bzw. Auswirkung der Fehlerquelle auf die Haftungsmodalitäten	166
(dd) Zwischenfazit	166
(c) Zwischenfazit	167
(3) Zwischenfazit	167
b) Personenhandelsgesellschaftsrecht	167
aa) Keine Mindestfinanzausstattung	167
bb) Keine Subsidiarität	168
cc) Zusammenhang zwischen unternehmerischer Verantwortung und Haftung	168
c) Investmentrecht	170
aa) Mindestfinanzausstattung	170
bb) Zusammenhang zwischen unternehmerischer Verantwortung und Haftung	172
d) Zwischenfazit	178
5. Zwischenfazit	179

Kapitel 2. Begründbarkeit eines Haftungsdurchgriffs in Abhängigkeit von der Organisationsform des Anlagevehikels	181
§ 3. Investmentgesellschaften	183
I. Investment-AG	184
1. Grundsätzliche Rechtfertigung der Haftungsbeschränkung der Aktionäre gegenüber Gläubigern einer AG	184
2. Abweichungen im Regelungsregime der Investment- AG	188
a) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung von Interessen der Gläubiger der Investment-AG	188
aa) Kapitalaufbringung und -erhaltung	188
(1) Stärkere Berücksichtigung von Gläubigerinteressen	188
(2) Schwächere Berücksichtigung von Gläubigerinteressen	192
(3) Zwischenfazit	196
bb) Insolvenzantragspflicht	196
cc) Organhaftung	199
dd) Zwischenfazit	201
b) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung von Interessen der Anleger	201
aa) Investmentrechtliche Differenzierungen	201
bb) Investmentrechtliche Modifikationen des herkömmlichen Aktionärsleitbildes	207
(1) Möglichst risikofreie unternehmerische Betätigung	208
(2) Mitverwaltungsrechte	209
(3) Vermögensrechte	217
(4) Zwischenfazit	219
cc) Zwischenfazit	220

3. Ausbrechen der Anleger aus ihrer Rolle – Diskussionswürdige Fallgruppe einer Durchgriffshaftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs	220
a) Differenzierung zwischen externer und interner Verwaltung	221
b) Fallgruppe der Existenzvernichtungshaftung im Rahmen des § 826 BGB bei der GmbH	222
aa) Ausgangslage	222
bb) Voraussetzungen – Tatbestand	226
(1) Sinn und Zweck	226
(2) Objektiver Tatbestand	228
(a) Sittenwidriges Verhalten	228
(aa) Betriebsfremder Eingriff in Gesellschaftsvermögen	228
(bb) Konkrete Sittenwidrigkeit des Eingriffs	235
(b) Schaden der Gesellschaft	240
(3) Subjektiver Tatbestand	241
cc) Rechtsfolge	242
dd) Schlussfolgerung	245
c) Übertragbarkeit der Existenzvernichtungshaftung auf die AG	245
aa) Lückenhaftigkeit des aktienrechtlichen Kapitalschutzsystems	246
bb) Ausschluss bei vertretbaren internen Managementfehlern	248
cc) Zwischenfazit	249
d) Übertragbarkeit und Bedeutung der Existenzvernichtungshaftung für die Investment- AG	250
aa) Allgemein	250
bb) Anwendung der Grundsätze auf die Investment-AG	253
(1) Sittenwidriges Verhalten	254
(a) Eingriff	254
(b) Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens	255
(aa) Allgemein	255

(bb) Differenzierung nach Art	
der Verwaltung	257
(aaa) Externe Verwaltung bei	
Handeln im eigenen Namen	
der externen KVG	258
(bbb) Externe Verwaltung bei	
Handeln im fremden Namen	
der Investment-AG	262
(ccc) Interne Verwaltung	262
(c) Sittenwidrigkeit des Eingriffs	263
(aa) Möglichkeit der zumindest	
faktischen Beeinflussung des	
zweckgebundenen Vermögens	263
(aaa) Externe Verwaltung bei	
Handeln im eigenen Namen	
der externen KVG	263
(bbb) Externe Verwaltung bei	
Handeln im fremden Namen	
der Investment-AG	267
(ccc) Interne Verwaltung	268
(bb) Intern vertretbare	
Managementfehler	270
(cc) Vorteilsziehung zulasten der	
Gläubiger	271
(dd) Zwischenfazit	273
(2) Subjektiver Tatbestand	274
(a) Kognitives Element	275
(b) Voluntatives Element	278
(3) Rechtsfolge	279
cc) Zwischenfazit	279
II. Investment-KG	279
1. Grundsätzliche Rechtfertigung der	
Haftungsbeschränkung der Kommanditisten	
gegenüber Gläubigern der KG	280
a) Haftungsregime der Kommanditisten gegenüber	
Gläubigern der KG	282
aa) Persönliche unbeschränkte Haftung nach	
§ 176 HGB	282

bb) Persönliche auf die Haftsumme beschränkte Außenhaftung nach § 171 Abs. 1 Hs. 1 HGB . . .	283
cc) Ausschluss der Haftung nach Einlagenleistung, § 171 Abs. 1 Hs. 2 HGB	283
dd) Zwischenfazit	286
b) Gesetzliche Interessenabwägung bei der herkömmlichen KG	286
aa) Interessenberücksichtigung der Gläubiger . . .	287
(1) Elemente der Kapitalaufbringung bzw. -erhaltung	287
(2) Insolvenzantragspflicht?	287
bb) Interessenberücksichtigung der Kommanditisten	287
(1) Möglichst risikofreie unternehmerische Beteiligung sowie Kapitalanlage	287
(2) Mitwirkungsrechte	288
(3) Vermögensrechte bzw. -pflichten	289
(4) Zwischenfazit	291
2. Abweichungen im Regelungsregime der Investment-KG	291
a) Haftung der Anleger gegenüber den Gläubigern der Investment-KG	292
aa) Bei unmittelbarer Beteiligung als Kommanditist	292
(1) Teilweise keine persönliche unbeschränkte Haftung nach § 176 HGB i.V.m. § 124 Abs. 1 S. 2, § 149 Abs. 1 S. 2 KAGB	292
(2) Persönliche auf die Haftsumme beschränkte Außenhaftung nach § 171 Abs. 1 Hs. 1 HGB i.V.m. § 124 Abs. 1 S. 2, § 149 Abs. 1 S. 2 KAGB	293
(3) Ausschluss der Haftung nach § 171 Abs. 1 Hs. 2 HGB i.V.m. § 124 Abs. 1 S. 2, § 149 Abs. 1 S. 2 KAGB	294
(4) Zwischenfazit	296
bb) Mittelbare Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten an geschlossener Publikums-Investment-KG, § 152 Abs. 1 S. 2 KAGB	297

b) Abweichungen im Rahmen der Interessenabwägung bei der Investment-KG	299
aa) Anwendbarkeit der Überlegungen zur Publikums-KG im Anwendungsbereich des KAGB	300
bb) Bei unmittelbarer Beteiligung als Kommanditist	301
(1) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung der Gläubigerinteressen	301
(a) Elemente der Kapitalaufbringung bzw. -erhaltung	301
(b) Insolvenzantragspflicht?	302
(c) Zwischenfazit	303
(2) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung der Anlegerinteressen . .	303
(a) Investmentrechtliche Differenzierungen	303
(b) Investmentrechtliche Abweichungen vom Leitbild des klassischen Kommanditisten	306
(aa) Möglichst risikofreie unternehmerische Beteiligung und Kapitalanlage	306
(bb) Mitwirkungsrechte	307
(cc) Vermögensrechte bzw. -pflichten . .	310
(dd) Zwischenfazit	311
cc) Bei mittelbarer Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten (bei geschlossener Publikums-Investment-KG), § 152 Abs. 1 S. 2 KAGB	311
(1) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung der Gläubigerinteressen	311
(a) Elemente der Kapitalaufbringung bzw. -erhaltung	311
(b) Insolvenzantragspflicht?	312
(2) Abweichungen betreffend die Berücksichtigung der Anlegerinteressen . .	312
(a) Möglichst risikofreie unternehmerische Beteiligung und Kapitalanlage	312

(b) Mitwirkungsrechte	313
(c) Vermögensrechte bzw. -pflichten	314
(d) Zwischenfazit	315
dd) Zwischenfazit	315
3. Ausbrechen der Anleger aus ihrer Rolle – Diskussionswürdige Fallgruppe einer Durchgriffshaftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs	316
a) Übertragbarkeit der Existenzvernichtungshaftung auf die KG	316
b) Übertragbarkeit und Bedeutung der Existenzvernichtungshaftung für die Investment-KG	324
aa) Allgemein	324
bb) Anwendung der Grundsätze auf die Investment-KG	326
(1) Sittenwidriges Verhalten	327
(a) Eingriff	327
(b) Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens	327
(c) Sittenwidrigkeit des Eingriffs	329
(aa) Möglichkeit der zumindest faktischen Beeinflussung des zweckgebundenen Vermögens	330
(bb) Intern vertretbare Managementfehler	332
(cc) Vorteilsziehung zulasten der Gläubiger	332
(dd) Zwischenfazit	334
(2) Subjektiver Tatbestand	334
(a) Kognitives Element	334
(b) Voluntatives Element	335
(3) Rechtsfolge	335
§ 4. Investmentsondervermögen	335
I. Rechtfertigung der Haftungsbeschränkung im Regelungsregime des Investmentsondervermögens	336
1. Haftungsregime der Investmentanleger im Bereich des Investmentsondervermögens	336

2. Gesetzliche Interessenabwägung beim Investmentsondervermögen – Einordnung des Haftungssystems in das generelle Regelungsregime des Investmentsondervermögens	339
a) Interessenberücksichtigung der Gläubiger	339
aa) Elemente der Kapitalaufbringung bzw. -erhaltung	339
bb) Insolvenzantragspflicht	339
b) Interessenberücksichtigung der Anleger	340
aa) Allgemeines – Investmentrechtliche Differenzierungen	340
bb) Interessenberücksichtigung der Anleger	341
(1) Keine Mitverwaltungsrechte	342
(2) Vermögensrechte bzw. -pflichten	342
c) Zwischenfazit	343
II. Ausbrechen der Anleger aus ihrer Rolle – Diskussionswürdige Fallgruppe einer Durchgriffshaftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs	344
1. Übertragbarkeit der Existenzvernichtungshaftung auf das Investmentsondervermögen	345
2. Anwendung der Grundsätze auf das Investmentsondervermögen	355
a) Sittenwidriges Verhalten	355
aa) Eingriff	355
bb) Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens	356
cc) Sittenwidrigkeit des Eingriffs	359
(1) Möglichkeit der zumindest faktischen Beeinflussung des zweckgebundenen Vermögens	360
(2) Vorteilsziehung zulasten der Gläubiger	360
(3) Zwischenfazit	362
b) Subjektiver Tatbestand	363
aa) Kognitives Element	363
bb) Voluntatives Element	363
c) Rechtsfolge	364

Kapitel 3. Handhabung der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs im Investmentrecht . . .	365
§ 5. Ausgestaltung der Haftung mit Blick auf die investimentrechtlichen Organisationsformen	365
I. Innenhaftung vs. Außenhaftung	366
1. Ausgangspunkt der Diskussion	366
2. Vor- und Nachteile einer Innenhaftungs- bzw. Außenhaftungslösung	367
a) Innenhaftung	368
b) Außenhaftung	369
3. Kategorisierungsmöglichkeiten nach Röck	373
4. Stellungnahme für das Investmentrecht	375
a) Gläubiger als Geschädigte	377
b) Zu berücksichtigende Kriterien	379
aa) Anknüpfung an den „Missbrauch der Rechtsform“	380
bb) Berücksichtigung des Sanktionierungsgedankens der Existenzvernichtungshaftung	384
cc) Sinn und Zweck des Innenhaftungsmodells aus Perspektive der Gläubigersamtheit bzw. aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive	387
dd) Zumutbarkeit einer Verweisung auf eine „Haftungskanalisation“ auch zulasten der Individualinteressen des einzelnen Gläubigers	388
ee) Rechtsfähigkeit des Investmentvehikels	397
c) Konkrete Stellungnahme zu den Haftungskonzepten	398
aa) Ausschließliches Innenhaftungsmodell	398
(1) Rechtfertigung der Sache nach	398
(a) Systemkonformität zu Kapitalschutzvorschriften	399
(b) Vorteile im Insolvenzfall	399
(c) Zwischenfazit	401
(2) Rechtliche Verankerung in § 826 BGB?	401
(3) Zwischenfazit	402

bb) Ausschließliches Außenhaftungsmodell	403
(1) Rechtfertigung der Sache nach	405
(2) Rechtliche Verankerung	409
(a) Keine Begründung über Analogie zu § 62 Abs. 2 S. 1 AktG, § 93 Abs. 5 S. 1 AktG, § 117 Abs. 5 S. 1 AktG, § 309 Abs. 4 S. 3 AktG	409
(b) Verweis auf Erwägungen zum „Missbrauch der Rechtsform“ – Haftung analog § 126 HGB n.F.	411
(c) Begründung über § 826 BGB	413
cc) Zwischenfazit	415
II. Beschränkte Haftung vs. unbeschränkte Haftung	415
III. Primäre Haftung vs. subsidiäre Haftung	419
IV. Verschuldenshaftung vs. verschuldensunabhängige Haftung	421
V. Praktische Beweiserleichterungen	422
§ 6. Zusammenfassende konkrete Fallgruppenbildung anhand der Investmentvehikel	423
I. Vorstellbarkeit der Durchgriffshaftung auf Anleger aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs im Investmentrecht	423
II. Ausgestaltung der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs im Investmentrecht	426
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	429
I. Kapitel 1. Grundlagen	429
II. Kapitel 2. Begründbarkeit eines Haftungsdurchgriffs in Abhängigkeit von der Organisationsform des Anlagevehikels	434
III. Kapitel 3. Handhabung der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs im Investmentrecht	439
Literaturverzeichnis	441
Stichwortverzeichnis	489

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung

a.A.

ABl.

Abs.

Abschn.

AcP

a.E.

a.F.

AG

AIF

AIFM

AktG

ALR

Alt.

Am. Law Econ. Rev.

Anh.

Aufl.

AuslInvestmG

BaFin

BB

BBankG

Bd.

BeckRS

Begr.

Beschl.

BGB

BGBI.

Bedeutung

andere Ansicht

Amtsblatt

Absatz

Abschnitt

Archiv für die civilistische Praxis

am Ende

alte Fassung

Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)

Alternative Investment Fund

Alternative Investment Fund Manager

Aktiengesetz

Allgemeines Landrecht für die Preußischen Staaten

Alternative

American Law and Economics Review

Anhang

Auflage

Auslandinvestment-Gesetz

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen

Betriebsberater

Gesetz über die Deutsche Bundesbank

Band

Beck-Rechtsprechung

Begründer/Begründung

Beschluss

Bürgerliches Gesetzbuch

Bundesgesetzblatt

Abkürzungsverzeichnis

BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
Brooklyn Law Rev.	Brooklyn Law Review
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
DB	Der Betrieb
DeIVO	Delegierte Verordnung
Diss.	Dissertation
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
Drs.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke L. J.	Duke Law Journal
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
Ed.	Editor/Edition/Édition
E. I.	Economic Inquiry
EIB	Europäische Investitionsbank
Einl.	Einleitung
E. J.	The Economic Journal
EL	Ergänzungslieferung
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alia
ETF	Exchange Traded Fund
EuSEF-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.04.2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, ABl. 2013 L 115, S. 18 ff.
EuVECA-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.04.2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABl. 2013 L 115, S. 1 ff.
EWG	Erwägungsgrund

Abkürzungsverzeichnis

EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FamFG	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit
ff.	folgende
Fn.	Fußnote
FoMaStG-E	Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des deutschen Fondsmarktes und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. März 2024 zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds (Fondsmarktstärkungsgesetz)
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesR	Gesellschaftsrecht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHHR	GmbH-Rundschau
grds.	grundsätzlich
GroßKomm	Großkommentar
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
GZ	Geschäftszeichen
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinweisbeschl.	Hinweisbeschluss
h.M.	herrschende Meinung
HRR	Höchststrichterliche Rechtsprechung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
InsO	Insolvenzordnung
Int. J. Psychol.	International Journal of Psychology
InvAG	Investmentaktiengesellschaft

Abkürzungsverzeichnis

InvAG mfK	Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital
InvAG mvK	Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital
InvG	Investmentgesetz
InvKG	Investmentkommanditgesellschaft
InvStG	Investmentsteuergesetz
i.S.d.	im Sinne der/des
IWF	Internationaler Währungsfonds
J. Behav. Decis. Mak.	Journal of Behavioral Decision Making
J. Finance	The Journal of Finance
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies
JLEO	Journal of Law, Economics & Organization
J. M. C. B.	Journal of Money, Credit and Banking
Jr.	Junior
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapitel
KAVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (Kapitalanlage-Verhaltens- und -Organisationsverordnung – KA-VerOV)
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
Komm.	Kommentar
KTS	KTS – Zeitschrift für Insolvenzrecht
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KZfSS	Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie
Lang. Commun.	Language and Communication
LMK	Leitsätze mit Kommentierung
Ltd.	Limited
M. D. E.	Managerial and Decision Economics
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review

Abkürzungsverzeichnis

MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. 2004 L 145, S. 1 ff.
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive, Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. 2014 L 173, S. 349 ff.
Mio.	Millionen
MittBayNot	Mitteilungen des Bayerischen Notarvereins
MoPeG	Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (Personengesellschaftsrechtsmodernisierungsgesetz – MoPeG) vom 10.08.2021
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
N.N.	Nomen Nominandum
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW-V UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen
öOGH	Der oberste Gerichtshof in Österreich
Organ. Behav. Hum. Decis. Process.	Organizational Behavior and Human Decision Processes
Organ. Dyn.	Organizational Dynamics
p.	page
P. A. A. Ph. A.	Proceedings and Addresses of the American Philosophical Association
PartGG	Gesetz über Partnerschaftsgesellschaften Angehöriger Freier Berufe (Partnerschaftsgesellschaftsgesetz – PartGG)
PartG mbB	Partnerschaftsgesellschaft mit beschränkter Berufshaftung
pp.	pages
PreußAktG	Gesetz über die Aktiengesellschaften für die königlich preussischen Staaten

Abkürzungsverzeichnis

Quart. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
RiLi	Richtlinie
RiW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift
RT-Drs.	Reichstagsdrucksache
S.	Satz/Seite
sog.	sogenannte/sogenannter/sogenanntes
Sonderbeil.	Sonderbeilage
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
SteuK	Steuerrecht kurzgefaßt
str.	strittig
SZ	Süddeutsche Zeitung
SZVS	Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
Theoretical Inq. L.	Theoretical Inquiries in Law
u.a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
U. Chi. L. Rev.	The University of Chicago Law Review
UG (haftungsbeschränkt)	Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)
U. Penn. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U. Tor. L. J.	University of Toronto Law Journal
u.U.	unter Umständen
v.	vom/von
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
vgl.	vergleiche
Vorbem.	Vorbemerkung/en
vs.	versus
VSWG	Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte
WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung

Abkürzungsverzeichnis

WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale L. J.	The Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfBR	Zeitschrift für deutsches und internationales Bau- und Vergaberecht
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht, jetzt: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)
ZfIR	Zeitschrift für Immobilienrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZgS	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, früher: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht (ZfHR)
Ziff.	Ziffer
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Einführung in die Problemstellung

I. Einführung in die Problemstellung und Formulierung der Forschungsfrage

1. Einführung in die Problemstellung

Im Jahr 2002 versetzten erste Hinweise auf Cum/Ex-Geschäfte Deutschland in Aufruhr.¹ Einer der größten Steuerskandale der deutschen Geschichte sollte zwischen Ende der 1990er Jahre und 2011² dazu geführt haben, dass der Fiskus durch ungerechtfertigte Steuerrückzahlungen um horrenden Summen in geschätzter zweistelliger Milliardenhöhe geschädigt wurde.³ Konkret beziffern lässt sich das letztliche Ausmaß u.a. aufgrund der häufig undurchsichtigen Geschäftsmodelle nicht im Detail.⁴ Festgehalten werden kann jedoch, dass solche Geschäfte darauf ausgelegt waren, die Mechanismen des noch vor 2012 geltenden Steuersystems betreffend die Ausstellung von Steuerbescheinigungen zum Vorteil der Akteure und zum Nachteil des Fiskus auszunutzen. Ansatzpunkt solcher Geschäftsstrukturen war dabei eine Ausnutzung der Personenverschiedenheit zwischen der die Kapitalertragsteuer abführenden und der diese Abführung bescheinigenden Stellen.⁵ Bei geschickter Gestaltung in Form von Hin- und Herzahlungen rund um den Dividendenstichtag war es daher möglich, der für die Ausstellung der Steuerbescheinigung zuständigen Stelle eine Konstellation vorzuspiegeln, die für sie den Anschein erweckte, es läge ein Sachverhalt vor, in dem Kapitalertragsteuer bereits abgeführt wurde. Diese Fehlinterpretation führte häufig dazu, dass in derartigen Fällen gutgläubig Steuerbescheinigungen für rein tatsächlich nicht gezahl-

1 BT-Drs. 18/3735, S. 2.

2 *Spengel/Eisgruber*, DStR 2015, 785 m.w.N.

3 BT-Drs. 18/3735, S. 1; *Florstedt*, NZG 2017, 601; *Spengel/Eisgruber*, DStR 2015, 785 mit weiteren Darstellungen zur Funktionsweise von Cum/Ex-Geschäften, S. 786; ebenso mit einer Darstellung der Funktionsweise von Cum/Ex-Geschäften, BT-Drs. 17/13638, S. 2 ff.

4 BT-Drs. 17/13638, S. 8, 18.

5 BT-Drs. 17/13638, S. 2 f., 6.

te Kapitalertragsteuer ausgestellt wurden.⁶ Nicht selten fanden diese Geschäfte unter enormem Fremdkapitaleinsatz statt, um möglichst große Transaktionsvolumina und damit auch summenmäßig höher bezifferte Steuerbescheinigungen zu erzielen.⁷ Es wurde also insbesondere auf Kosten Dritter spekuliert. Die jeweiligen Adressaten nutzten die durch diese Bescheinigung begründete Möglichkeit gegenüber dem Fiskus dazu, eine Anrechnung bzw. Erstattung der zwar bescheinigten, jedoch tatsächlich nie gezahlten Steuer zu erreichen und damit den Staat zu materiell nicht gerechtfertigten Zahlungen zu veranlassen.⁸

Tatsächlich waren auch Investmentfonds in derartige „Geschäftsmodelle“ involviert.⁹ So kann besonders eine Beteiligung von Kapitalanlageinstituten (wie beispielsweise Investmentvermögen verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaften) nicht ausgeschlossen werden.¹⁰ Damit besteht ebenfalls die Wahrscheinlichkeit, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften (nachfolgend KVG) durch die Beteiligung an Cum/Ex-Geschäften Vorteile aus solchen Praktiken gezogen haben, die im Ergebnis zumindest teilweise auch dem jeweils verwalteten Investmentvermögen zugeflossen sind. Diese Annahme kann nicht zuletzt darauf gestützt werden, dass Cum/Ex-Geschäftsmodelle aufgrund deren besonderer (beabsichtigter) Komplexität ein spezielles kapitalmarktrechtliches Verständnis und daher besondere Erfahrungen und Kenntnisse in diesem Bereich erfordern.¹¹ Im Ergebnis profitierten von diesen Geschäften hauptsächlich größere Banken.¹²

Zwar sind Cum/Ex-Geschäfte seit 2012 aufgrund steuerrechtlicher Neuerungen nicht mehr in dieser klassischen Form möglich, weil seither ein Auseinanderfallen zwischen steuerabführender und steuerbescheinigender Stelle nicht mehr vorstellbar ist (Einführung des Zahlstellenprinzips).¹³ Allerdings sind ähnliche Konstellationen laut fachkundiger Einschätzung weiterhin denkbar.¹⁴ Nach heuti-

6 BT-Drs. 17/13638, S. 7.

7 BT-Drs. 17/13638, S. 7 f.

8 BT-Drs. 17/13638, S. 7.

9 Siehe beispielsweise *Hirte/Hirte*, Cum-Ex und die völlig ungeklärte Haftung der Beteiligten: Der Stein kommt ins Rollen, FOCUS online v. 11.12.2018 (abrufbar im Internet unter: https://www.focus.de/politik/experten/gastbeitrag-von-heribert-hirte-cum-ex-und-die-voellig-ungeklaerte-haftung-der-beteiligten-der-stein-kommt-ins-rollen_id_10021710.html [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

10 BT-Drs. 17/13638, S. 1; *Ott*, Cum-Ex-Geschäfte – Bayern fordert Hunderte Millionen Euro aus dubiosen Aktiendeals zurück, SZ online v. 19.11.2018 (abrufbar im Internet unter: <https://www.sueddeutsche.de/bayern/cum-ex-bayern-steuersuender-1.4215742> [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

11 BT-Drs. 17/13638, S. 8.

12 BT-Drs. 18/3735, S. 1.

13 BT-Drs. 17/11787, S. 37; BT-Drs. 17/13638, S. 1; BT-Drs. 19/12692, S. 6 f.

14 *Finanzausschuss* des Deutschen Bundestages, Wortprotokoll der 94. Sitzung v. 09.09.2020, Protokoll-Nr. 19/94, S. 11 f.; *N.N.*, Heist Legal, Stellungnahme – Mögliche steuergetriebene Transakti-

ger investmentrechtlicher Rechtslage können sich gerade diejenigen Akteure, die von damaligen Cum/Ex-Gestaltungen hauptsächlich profitierten (besonders Banken), nunmehr unter Geltung des KAGB auch als Spezialanleger an Investmentvermögen beteiligen. Deren besondere Kenntnisse im kapitalmarktrechtlichen Kontext, gepaart mit ihren besonderen berufsbedingten finanziellen Interessen an einer investmentrechtlichen Anlage, legen den Verdacht nahe, dass solche Anleger im Einzelfall besonders dazu geneigt sein können, auf vergleichbare Praktiken hinzuwirken, um möglichst viele finanzielle Vorteile daraus ziehen zu können. Aufgrund dieser Interessenlage der Beteiligten ist es denkbar, dass auch nach heutiger Rechtslage Investmentvehikel verwendet werden könnten, um den Anlegern selbst Vorteile zu verschaffen, die beispielsweise aus einer Schädigung Dritter resultieren.

Die Aufarbeitung derartiger Fälle ist in Deutschland – wenn auch schleppend – seither in stetem Gange. Mittlerweile sind erste Beteiligte strafrechtlich für diese Vorgehensweisen zur Verantwortung gezogen worden.¹⁵ Aber auch die zivilrechtliche Aufarbeitung steht im Interesse der Geschädigten. So ging 2018 eine Meldung durch die Medien, dass der Fiskus u.a. im Freistaat Bayern beträchtliche Summen aus zu Unrecht ausgezahlten Leistungen von den beteiligten Akteuren (vorwiegend von Kreditinstituten) zurückforderte.¹⁶

Nicht selten stellt dies die Betroffenen allerdings vor Herausforderungen. Denn oft wurden die Geschäftsmodelle über besonders für diese Unternehmungen gegründete Zweckgesellschaften getätigt, die schon längst aufgelöst und vermögenslos waren.¹⁷ In der Folge stellt sich die Frage, an wen sich die Geschädigten wenden können, um ihre offenen Forderungen möglichst zuverlässig erfüllt

onsstrukturen nach OGAW IV, S. 12 ff. (abrufbar im Internet unter: <https://www.bundestag.de/resource/blob/790490/e2fb22e3293834f213330972eed24240/08-Heist-data.pdf> [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]); *N.N.*, Justiz arbeitet Cum-Ex-Skandal auf, Die WELT online v. 01.01.2024 (abrufbar im Internet unter: https://www.welt.de/newsticker/dpa_nt/infoline_nt/wirtschaft_nt/article249304238/Justiz-arbeitet-Cum-Ex-Skandal-auf.html [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

15 BGH, Urt. v. 28.07.2021 – 1 StR 519/20, BGHSt 66, 182 ff. = NSStZ 2022, 176 ff.; *Raillon*, BGH: Urteil gegen Anwalt Berger rechtskräftig, tagesschau online v. 26.11.2024 (abrufbar im Internet unter: <https://www.tagesschau.de/inland/cum-ex-urteil-bgh-100.html> [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

16 *Ott*, Cum-Ex-Geschäfte – Bayern fordert Hunderte Millionen Euro aus dubiosen Aktiendeals zurück, SZ online v. 19.11.2018 (abrufbar im Internet unter: <https://www.sueddeutsche.de/bayern/cum-ex-bayern-steuersuender-1.4215742> [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

17 Siehe *Hirte/Hirte*, Cum-Ex und die völlig ungeklärte Haftung der Beteiligten: Der Stein kommt ins Rollen, FOCUS online v. 11.12.2018 (abrufbar im Internet unter: https://www.focus.de/politik/experten/gastbeitrag-von-heribert-hirte-cum-ex-und-die-voellig-ungeklaerte-haftung-der-beteiligten-der-stein-kommt-ins-rollen_id_10021710.html [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]); siehe auch zur praktischen Relevanz der Auflösung von Investmentvermögen *Preqin*, Anzahl der Neugründungen und Auflösungen von Hedgefonds weltweit in den Jahren von 2013 bis 2018 (zitiert nach Statista, abrufbar im Internet

zu bekommen. Sind Investmentfonds betroffen, bei denen kein ausreichendes Vermögen mehr vorhanden ist, um alle bestehenden Forderungen vollständig erfüllen zu können, verspricht ein Vorgehen in dieser Hinsicht oft keinen vollumfänglichen Erfolg. Anders sähe dies möglicherweise aus, wenn auch die von diesen Geschäften im Ergebnis profitierenden Banken, an die etwaige Gewinne aus dem Investmentvermögen abgeflossen sind, für den rückständigen Betrag durch die Gläubiger in Anspruch genommen werden könnten.¹⁸ Diese Frage lässt sich besonders dann stellen, wenn beispielsweise gerade die Banken als Profiteure selbst als „Drahtzieher“ solcher Geschäftsmodelle anzusehen wären, was aufgrund deren Erfahrungen und Überblick über die kapitalmarktrechtlichen Geschehnisse denkbar erscheint, und diese auf einem solchen Weg ein eigenständiges Risiko für die Gläubiger geschaffen hätten.

Ausgehend von der konkreten Fallgestaltung betreffend Cum/Ex-Geschäftsmodelle lässt sich die Frage einer Inanspruchnahme von Investmentanlegern aus Gläubigerperspektive verallgemeinern und auch losgelöst von diesen Vorfällen mit steuerlichem Zusammenhang aufwerfen. Denn für Gläubiger könnte eine vergleichbare Lage immer dann entstehen, wenn Forderungen gegen investmentrechtlich haftendes Vermögen deshalb nicht vollständig beglichen werden können, weil Vermögenspositionen aus der Haftungsmasse bereits an Anleger des Investmentvermögens abgeflossen sind. Ein direkter Zugriff für investmentrechtliche Verbindlichkeiten auf das Privatvermögen der Anleger könnte dieses Risiko des Forderungsausfalls aus Gläubigerperspektive bannen. Dies könnte aus Gläubigersicht gerade dann von Bedeutung sein, wenn das Risiko des Forderungsausfalls durch anlegerseitiges Verhalten im Vorfeld nachteilig beeinflusst wurde, obwohl die Gläubiger hiermit nicht zu rechnen hatten. Denn auch in dieser Konstellation würden die Anleger eine eigenständige Gefahr für die unvollständige Erfüllung der Gläubigerforderungen schaffen, sodass es dann möglicherweise unbillig erschiene, dass die Gläubiger das Risiko einer unzureichenden Haftungsmasse ihres Schuldners – so wie dies nach allgemeinen Grundsätzen anzunehmen wäre – allein zu tragen hätten.

So nachvollziehbar diese Möglichkeit aus dem Blickwinkel der Gläubigerinteressen scheint, steht einem solchen Vorgehen allerdings grundsätzlich die formal geltende Rechtslage entgegen. Der investmentrechtliche *numerus clausus* ermöglicht den Anlegern¹⁹ abschließend eine investmentrechtliche Beteiligung stets nur

unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/219064/umfrage/neugruendungen-und-aufloesungen-von-hedgefonds-weltweit-seit-2000/> [zuletzt abgerufen am: 21.12.2025]).

18 Vgl. *Heinz/Hartung*, Die englische Limited, 6.4 Rn. 50.

19 Zwar ist nach § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB nur (semi-)professionellen Anlegern der Erwerb von Anteilen an Spezial-AIF gestattet, sodass die Beteiligungsmöglichkeit an einem Investmentvehikel durch-

in den gesetzlich vorgesehenen Organisationsformen.²⁰ Diese zeichnen sich alle dadurch aus, dass die Haftung der Anleger jedenfalls mit ihrem nicht investierten Privatvermögen für Verbindlichkeiten, die investmentrechtlich für Rechnung des Investmentvermögens eingegangen werden, ausgeschlossen ist (§ 93 Abs. 2 KAGB; § 108 Abs. 1, 2 KAGB bzw. § 140 Abs. 1, 2 KAGB i.V.m. § 1 Abs. 1 S. 2 AktG; § 124 Abs. 1 KAGB bzw. § 149 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 171 Abs. 1 Hs. 2 HGB). Insoweit wird eine grundsätzliche klare Trennung zwischen der den Gläubigern gegenüber unmittelbar haftenden Vermögensmasse und dem sonstigen Privatvermögen der Anleger erreicht (Trennungsprinzip). Gerade unter Berücksichtigung dieser Trennung und der systembedingt ausgeschlossenen Haftung der Anleger mit ihrem sonstigen Privatvermögen mag aus Anlegerperspektive allerdings ein besonderer Anreiz gegeben sein, diesen Mechanismus zu ihrem Vorteil und zum Nachteil der Gläubiger auszunutzen. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn ähnliche Geschäftsmodelle wie Cum/Ex von vornherein darauf ausgelegt sind, dass Vermögenswerte, die dem den Gläubigern haftungsrechtlich zur Verfügung stehenden Fondsvermögen ursprünglich zugeflossen sind, möglichst schnell in das ihnen gegenüber nicht haftende Privatvermögen der Anleger abfließen und damit vor einem Gläubigerzugriff formal geschützt werden, sobald sie diese Schwelle überschritten haben. Aber auch darüber hinaus bestünde so möglicherweise die Gefahr, dass Anleger über die KVG auf Kosten der Gläubiger mit dem Investmentvermögen spekulieren können. Derartige Praktiken gingen damit im Ergebnis stets zulasten der Gläubiger. Anleger könnten sich demgegenüber immer hinter der investmentrechtlichen Haftungsabschirmung verstecken, obwohl sie alle Vorteile aus der fremdinteressenbasierten Anlage durch die KVG²¹ ziehen. Es besteht daher insbesondere die Gefahr, dass dieser Ausgangspunkt als Einfallstor für anlegerseitige Missbräuche genutzt werden kann.

Das Prinzip der in Haftungsfragen getrennten Betrachtung von Vermögensmassen ist von den juristischen Personen bekannt.²² Diesen wird qua Gesetzes

aus von der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Anlegerklasse abhängig ist. Allerdings ist für jede Anlegerklasse eine Beteiligungsmöglichkeit an Investmentvehikeln vorgesehen, die mit einer Haftungsbeschränkung einhergeht, sodass hinsichtlich dieses Grundsatzes keine Unterschiede bestehen, siehe auch Assmann/Wallach/Zetzsche/Zetzsche, KAGB, Einl. Rn. 114 („Prinzip der beschränkten Anlegerhaftung“).

20 Freitag, NZG 2013, 329; Freitag/Fürbaß, ZGR 2016, 729, 733; Fürbaß, Das Investmentsondervermögen, S. 17 m.w.N.; LBS/Jakovou, Bankrechts-Kommentar, 39. Kap. II. 3. Rn. 15; Sanftleben, Anlegerschutz durch Produkt- und Anlegerklassifizierung in England und Deutschland, S. 72 m.w.N.; Wagner, ZfBR 2015, 113.

21 Siehe § 26 Abs. 1 KAGB.

22 Siehe nur Halmer, Gesellschafterdarlehen und Haftungsdurchgriff, S. 11, 18 ff.; Wappler, Die Haftung von Gesellschaftern einer GmbH auf Grund von Einflussnahmen auf die Leitung der Gesellschaft, S. 261.

eine eigenständige Rechtspersönlichkeit und dadurch eine rechtliche Selbständigkeit zugewiesen, welche dazu führt, dass ein rechtserhebliches Handeln der juristischen Person nach außen hin grundsätzlich auch nur Folgen für diese selbst nach sich zieht, so wie dies bei einem Handeln natürlicher Personen auch der Fall ist.²³ Schuldverhältnisse entfalten dem Grundgedanken nach primär nur Wirkungen zwischen den an ihnen beteiligten Rechtssubjekten (Relativität der Schuldverhältnisse).²⁴ Entsprechend wird auch nur die juristische Person von durch sie eingegangenen Verbindlichkeiten unmittelbar betroffen, nicht hingegen die an dieser Rechtspersönlichkeit wiederum beteiligten Mitglieder bezogen auf deren sonstiges Privatvermögen (Trennungsprinzip).²⁵ Eine Annahme dem entgegenstehender Auswirkungen rechtlicher Konsequenzen auf schuldrechtlich unbeteiligte Dritte bedarf als Ausnahme von diesem Grundsatz daher der besonderen Begründung, weil sich der Gesetzgeber in diesen Bereichen grundsätzlich bewusst für eine Haftungsabschirmung der Gesellschafter entschieden hat.²⁶ Dies betrifft auch eine haftungsrechtliche Verantwortlichkeit der Mitglieder für die die juristische Person treffenden Verbindlichkeiten im Wege eines Haftungsdurchgriffs.

Wie schon *Karsten Schmidt* bemerkt hat, „gehört [die Durchgriffsproblematik] zu den schwierigsten und umstrittensten Problemkreisen des Gesellschaftsrechts“²⁷. Nicht zu verkennen ist damit die gesellschaftsrechtliche Prägung der Fragen rund um die Durchgriffshaftung, die wohl daher rührt, dass Durchgriffskonstellationen bislang hauptsächlich im Gesellschaftsrecht diskutiert wurden.²⁸

23 Siehe BVerfG, Beschl. v. 14.12.1966 – 1 BvR 496/65, BVerfGE 21, 6, 9 = NJW 1967, 387; BeckOGK AktG/Wüsthoff, § 1 Rn. 13; MüKo AktG/Heider, § 1 Rn. 47; Windbichler/Bachmann, GesR, § 2 Rn. 17 ff.

24 MüKo BGB/Bachmann, § 241 Rn. 14; Jauernig/Mansel, BGB, § 241 Rn. 4; BeckOK BGB/Sutschet, § 241 Rn. 8.

25 Vgl. KK AktG/Binder, Bd. 3/1, § 1 Rn. 69 f.; Heidel/Fischer, Aktienrecht, § 1 AktG Rn. 29; BeckOGK AktG/Wüsthoff, § 1 Rn. 36 f.; MüKo AktG/Heider, § 1 Rn. 47; Koch/Koch, AktG, § 1 Rn. 15; Reh binder, in: FS Fischer, S. 579; Windbichler/Bachmann, GesR, § 2 Rn. 17 ff.

26 Siehe beispielsweise Geißler, DZWIR 2019, 301, 302; Kölbl, BB 2009, 1194; in diese Richtung wohl auch Reinhardt, in: FS Lehmann, S. 576, 585; vgl. auch Wüst, JZ 1992, 710, 712.

27 Schmidt, GesR, § 9 I. 2., S. 219; ebenso Scholz/Bitter, GmbHG, § 13 Rn. 112.

28 Siehe nur RG, Ur. v. 22.06.1920 – III 68/20, RGZ 99, 232, 234; RG, Ur. v. 16.12.1939 – II 66/39, HRR 1940, Nr. 351; BGH, Ur. v. 04.07.1961 – VI ZR 84/60, GmbHR 1961, 161 f.; BGH, Ur. v. 16.09.1985 – II ZR 275/84, BGHZ 95, 330 ff. („Autokran“); BGH, Ur. v. 17.09.2001 – II ZR 178/99, BGHZ 149, 10 ff. („Bremer Vulkan“); BGH, Ur. v. 24.06.2002 – II ZR 300/00, BGHZ 151, 181 ff. („KBV“); BGH, Ur. v. 16.07.2007 – II ZR 3/04, BGHZ 173, 246 ff. = NJW 2007, 2689 ff. („Trihotel“); Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 139 ff.; Fischinger, Haftungsbeschränkung im Bürgerlichen Recht, S. 320 ff. m.w.N.; Geißler, GmbHR 1993, 71 ff.; Habersack, ZGR 2008, 533, 549 ff. m.w.N.; Koch/Koch, AktG, § 1 Rn. 15 ff.; Kühn, PartGmbH und UK-LLP als hybride Gesellschaftsformen, S. 70 ff.; MüKo HGB/Mülbert, Konzernrecht der Personengesellschaften (Anh. § 229) Rn. 258 ff.; Schall, in: FS Stilz, S. 537 ff. m.w.N.; vgl. auch Schmidt, GesR, § 9 I. 2., S. 219 bzw. § 53 IV. 3. d), S. 1552 f., der zumindest die Bedeutung des Haftungsdurchgriffs gerade für das Gesellschaftsrecht betont.

Allerdings finden derartige Überlegungen im Investmentrecht auch außerhalb des gesellschaftsrechtlichen Kontexts ihre Fortsetzung.²⁹ Schließlich ist auch bei Investmentsondervermögen – neben den Investmentgesellschaften – die Haftung der Anleger für die jeweils für Rechnung des Sondervermögens eingegangenen Verbindlichkeiten grundsätzlich ausgeschlossen.

Letztlich stellt sich die Frage nach einem Haftungsdurchgriff stets als eine Abwägung der betroffenen Interessen der durch die Haftungsbeschränkung grundsätzlich Bevorteilten einerseits und der dadurch Benachteiligten andererseits dar.³⁰ Diesen Interessenkonflikt, der das Regel-Ausnahme-Verhältnis berücksichtigt,³¹ gilt es dann im Einzelfall zu lösen. In diese Abwägung ist miteinzubeziehen, inwiefern der Gesetzgeber das Risiko des Entstehens solcher auf den ersten Blick unbillig erscheinenden Konstellationen bereits in seine Überlegungen für die Entscheidung zugunsten einer Haftungsbeschränkung bewusst mit aufgenommen hat.

Bezogen auf das Investmentrecht wirft dies die allgemeine Frage auf, ob es für Gläubiger eines Investmentvehikels in bestimmten Ausnahmefällen möglich ist, anlässlich bestehender Verbindlichkeiten des Investmentvehikels bzw. der KVG, die auf einem Verhalten für Rechnung des Investmentfonds beruhen, unter Missachtung der grundsätzlichen investmentrechtlichen Haftungsabschirmung dennoch zur Befriedigung der Gläubigerforderungen auf das Privatvermögen der Investmentanleger zugreifen zu können.

2. Formulierung der Forschungsfrage und Eingrenzung der Untersuchungen

Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ist daher die Frage, ob es in Ausnahmekonstellationen möglich ist, dass Anleger in Abweichung vom Grundsatz der investmentrechtlichen Haftungsbeschränkung anlässlich den Gläubigern

29 Zur Bedeutung dieser Frage auch außerhalb des konkreten gesellschaftsrechtlichen Kontexts siehe beispielsweise nur *Bitter*, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 83; *Grigoleit*, Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme im Recht der GmbH, S. 240 f., der die Frage nach einer Durchgriffshaftung zutreffend nur an einer grundsätzlich bestehenden Haftungsbeschränkung aufhängt, nicht aber am Bestehen einer Gesellschaft; *Schwab*, Haftung bei verbundenen Non-Profit-Vereinen, S. 377 f.

30 Vgl. auch *Wappler*, Die Haftung von Gesellschaftern einer GmbH auf Grund von Einflussnahmen auf die Leitung der Gesellschaft, S. 35.

31 Die Anerkennung von Konstellationen, in denen eine Durchgriffshaftung angenommen wird, erfolgt aus diesem Grund sehr zurückhaltend, vgl. nur BGH, Urt. v. 04.05.1977 – VIII ZR 298/75, BGHZ 68, 312, 314; BGH, Urt. v. 05.11.1980 – VIII ZR 230/79, BGHZ 78, 318, 333 f.; unter Hinweis auf den Wortlaut des § 1 Abs. 1 S. 2 AktG Großkomm AktG/*Bachmann*, § 1 Rn. 4; *Heidel/Fischer*, Aktienrecht, § 1 AktG Rn. 30; *BeckOGK AktG/Wüsthoff*, § 1 Rn. 39; *Winkler*, BB 1969, 1202, 1203; für den Bereich der Unterkapitalisierung *Wüst*, JZ 1992, 710, 712, 715.

gegenüber bestehender Verbindlichkeiten des Investmentvehikels mit ihrem Privatvermögen haften. Sollte dies der Fall sein, stellt sich die Folgefrage unter welchen Voraussetzungen bzw. in welcher Form dies denkbar erscheint.

Die Thematik des Durchgriffs auf den Gesellschafter kann im Wesentlichen auf zwei Problemfelder heruntergebrochen werden. Zum einen in Zurechnungs- und zum anderen in Haftungsfragen.³² Daher wird auch einerseits vom „Zurechnungsdurchgriff“ bzw. „Anwendungsdurchgriff“³³ und andererseits vom „Haftungsdurchgriff“ gesprochen.³⁴ Während sich der Zurechnungsdurchgriff damit befasst, ob u.a. ein bestimmtes Verhalten eines Rechtssubjekts (z.B. der Gesellschafter) auch einem anderen Rechtssubjekt (z.B. der betreffenden Gesellschaft) zugerechnet werden kann,³⁵ wird unter dem Begriff des Haftungsdurchgriffs die Frage diskutiert, ob bzw. inwieweit es möglich ist, ein Rechtssubjekt entgegen einer grundsätzlich zu dessen Gunsten bestehenden Haftungsbeschränkung in Anspruch zu nehmen. Da sich vorliegende Darstellung aber lediglich auf Haftungsfragen bezieht, werden sich die folgenden Ausführungen auch nur auf den Haftungsdurchgriff beschränken, sodass die Beantwortung von dabei nicht notwendigen Zurechnungsfragen insoweit ausbleibt.

Gleichzeitig will und kann die vorliegende Arbeit keinen Anspruch darauf erheben, alle Fragen nach einer Durchgriffshaftung der Anleger im investmentrechtlichen Zusammenhang abschließend zu klären. Gerade die sich stetig wandelnden praktischen Gegebenheiten bzw. Methoden, die künftig zu Fallkonstellationen führen können, die zum heutigen Zeitpunkt noch unvorhersehbar bzw. unvorstellbar sind, machen derartige Ambitionen allein schon aufgrund des begrenzten Umfangs vorliegender Arbeit nahezu unmöglich (vgl. nur die aus damaliger Sicht unvorhersehbaren Methoden rund um Cum/Ex). Daher besteht das Ziel vorliegender Ausarbeitung lediglich darin, aufzuzeigen, dass investmentrechtliche Ansatzpunkte bestehen, die einen Zugriff der Gläubiger auf das Privatvermögen der Anleger in Ausnahmekonstellationen für möglich erscheinen lassen. Es sollen Überlegungen angestellt werden, welche grundsätzlichen Aspekte in diesem Zusammenhang eine Rolle spielen können.

32 Siehe GroßKomm AktG/Bachmann, § 1 Rn. 82; Bork, ZGR 1994, 237, 240 f. (Fn. 10) m.w.N.

33 Grundlegend Rehbringer, Konzernaußenrecht und allgemeines Privatrecht, S. 107 ff.; kritisch hinsichtlich der terminologischen Bezeichnung als „Durchgriff“ GroßKomm AktG/Bachmann, § 1 Rn. 82.

34 Grundlegend für die Differenzierung Wiedemann, Gesellschaftsrecht, Bd. 1, § 4 III., S. 219 ff.; ebenso Scholz/Bitter, GmbHG, § 13 Rn. 70 mit weiteren Nachweisen zu dieser Unterscheidung zustimmenden Literaturansichten (Fn. 242).

35 Vgl. nur Raiser, in: FS Lutter, S. 637, 638; Matschernus, Die Durchgriffshaftung wegen Existenzvernichtung in der GmbH, S. 68 f.; Wappler, Die Haftung von Gesellschaftern einer GmbH auf Grund von Einflussnahmen auf die Leitung der Gesellschaft, S. 259 m.w.N.

II. Gang der Untersuchung

Die Arbeit untergliedert sich in drei Kapitel.

In Kapitel 1 sollen zunächst die Grundlagen für die Möglichkeit einer Durchgriffshaftung zulasten der Investmentanleger im Ausnahmefall gelegt werden. In diesem Rahmen werden zunächst die Hintergründe dargestellt, die den Gesetzgeber zur Regulierung des deutschen Investmentwesens bewogen haben.³⁶ Im Anschluss daran wird auf die maßgeblichen Begrifflichkeiten für die vorliegende Ausarbeitung eingegangen. Hierzu zählt insbesondere eine genauere Auseinandersetzung mit den Anlegerkategorien des heutigen KAGB.³⁷ Hierbei wird neben einer Darstellung der verschiedenen investmentrechtlichen Anlegerklassen³⁸ besonders darauf eingegangen, inwiefern sich die Situation der heutigen Anleger vom klassischen Anlegerleitbild, das dem Gesetzgeber bei ursprünglicher Regulierung des nationalen Investmentwesens vor Augen stand, unterscheidet.³⁹ Um die Bedeutung und Tragweite des zugrundeliegenden Anlegerleitbildes für die Haftungsbeschränkung begreifen zu können, wird dieses in einen Kontext zur rechtlichen Stellung der Anleger im investmentrechtlichen System gesetzt und die entsprechenden rechtlichen Konsequenzen aufgezeigt.⁴⁰ Zudem wird auf das Verständnis des Begriffs der Durchgriffshaftung eingegangen, wie er dieser Arbeit zugrunde liegt.⁴¹ Daran anschließend erfolgt eine Auseinandersetzung mit der allgemeinen Vereinbarkeit einer Durchgriffshaftung unter Zugrundelegung allgemeiner investmentrechtlicher Wertungen, wobei nochmals besonders auf die unterschiedlichen Anlegerklassen Bezug genommen wird.⁴²

Kapitel 2 beschäftigt sich mit der Begründbarkeit eines Haftungsdurchgriffs auf Investmentanleger unter Bezugnahme auf einen existenzvernichtenden Eingriff auf Grundlage einer Analyse der Investmentvehikel mit besonderem Blick auf Anleger- und Gläubigerschutzgesichtspunkte. Dabei wird separat auf die Besonderheiten bei Investmentgesellschaften⁴³ und Investmentsondervermögen⁴⁴ eingegangen. Der Schwerpunkt der Ausarbeitungen liegt zunächst darin, die jeweilige Rechtfertigung der Haftungsbeschränkung an der besonderen Ausgestaltung der Investmentvehikel festzumachen.⁴⁵ Bei den Investmentgesellschaften wird in

36 § 1.I. (S. 12 ff.).

37 § 1.II. (S. 28 ff.).

38 § 1.II.2. (S. 31 ff.).

39 § 1.II.3. (S. 43 ff.).

40 § 1.II.4. (S. 50 ff.).

41 § 1.IV. (S. 85 ff.).

42 § 2.II. (S. 104 ff.).

43 § 3. (S. 183 ff.).

44 § 4. (S. 335 ff.).

45 § 3.I.1. (S. 184 ff.); § 3.II.1. (S. 280 ff.); § 4.I. (S. 336 ff.).

einem nachgelagerten Schritt analysiert, welchen Einfluss die jeweiligen investimentrechtlichen Modifikationen gegenüber ihren klassischen gesellschaftsrechtlichen Pendanten auf den materiellen Rechtfertigungsgehalt der Haftungsbeschränkung zugunsten der Anleger haben.⁴⁶ Nach diesem analytischen Teil erfolgt eine Untersuchung, inwiefern eine Übertragung von Durchgriffshaftungsüberlegungen unter konkreter Bezugnahme auf einen existenzvernichtenden Eingriff bei den jeweiligen Investmentvehikeln im Hinblick auf deren Ausgestaltung möglich erscheint.⁴⁷

Im abschließenden Kapitel 3 wird erörtert, wie eine Durchgriffshaftung auf Grundlage eines existenzvernichtenden Eingriffs mit besonderem Blick auf die investimentrechtlichen Rechtsformen konkret ausgestaltet werden sollte,⁴⁸ bevor die Arbeit schließlich mit der Darstellung einer abstrakten Fallgruppenbildung für das Investmentrecht endet.⁴⁹

46 § 3.I.2. (S. 188 ff.); § 3.II.2. (S. 291 ff.).

47 § 3.I.3. (S. 220 ff.); § 3.II.3. (S. 316 ff.); § 4.II. (S. 344 ff.).

48 § 5. (S. 365 ff.).

49 § 6. (S. 423 ff.).

Kapitel 1. Grundlagen

§ 1. Ausgangslage

Im nachfolgenden Abschnitt soll die investmentrechtliche Ausgangslage betrachtet werden. Die Haftungsbeschränkung der Anleger ist als Teil des investmentrechtlichen Systems stets in den regelungstechnischen Gesamtkontext einzubeziehen. Nur so kann die grundsätzliche Bedeutung und Tragweite dieser Gesetzgeberentscheidung nachvollzogen werden. Um einen im späteren Verlauf der Arbeit vorzunehmenden Lösungsweg der eingangs aufgeworfenen Forschungsfrage zu eröffnen, der sich möglichst widerspruchsfrei in das geltende System einfügt, ist es unerlässlich, herauszuarbeiten, welche gesetzgeberischen Grundvorstellungen zu welcher konkreten rechtlichen Ausgestaltung der investmentrechtlichen Anlegerposition geführt haben. Daher soll zunächst auf die Hintergründe eingegangen werden, die den Gesetzgeber zur Regulierung des nationalen Investmentwesens bewogen haben (I.), bevor dann insbesondere auf investmentrechtliche Aspekte im schwerpunktmäßigen Zusammenhang mit den Anlegern (II.) aber auch den Gläubigern (III.) Bezug genommen wird. Schließlich wird auf die Terminologie der Durchgriffshaftung einzugehen sein (IV.).

Es soll gezeigt werden, dass sich die Entscheidung zugunsten eines haftungsbeschränkten Systems nur als Ergebnis eines Abwägungsprozesses zwischen den konkreten damals in den Blick genommenen anlegerbezogenen und wirtschaftspolitischen Zielsetzungen (also unter Zugrundelegung des „klassischen“ Anlegerleitbildes) einerseits und Gläubigerschutz Gesichtspunkten, die sich u.a. in der investmentrechtlichen Stellung der Anleger ausdrücken, andererseits darstellt. Da die Rechtsordnung insgesamt von einer grundsätzlichen Haftung des betroffenen Rechtssubjekts mit dem gesamten Vermögen ausgeht,⁵⁰ ist eine gesetzgeberische

50 Gernhuber, Das Schuldverhältnis, § 4 II 2., S. 71. Dies ergibt sich aus einem Umkehrschluss aus verschiedensten Normierungen, die im Ausnahmefall ausdrücklich Gegenteiliges vorschreiben, vgl. BGH, Urt. v. 27.09.1999 – II ZR 371/98, BGHZ 142, 315, 319 = NJW 1999, 3483, 3484; zudem BGH, Urt. v. 24.02.2003 – II ZR 385/99, BGHZ 154, 88, 94 f. = NJW 2003, 1445, 1446 f.

Entscheidung für eine Haftungsbeschränkung als Ausnahme von diesem Grundsatz materiell besonders begründungsbedürftig.

I. Hintergrund für die Normierung des deutschen Investmentrechts

1. Allgemeine Zielsetzungen

Die Normierung des deutschen Investmentrechts ist auf ein Zusammenspiel von sowohl wirtschaftspolitischen als auch anlegerbezogenen Zielsetzungen zurückzuführen.

a) Wirtschaftspolitische Zielsetzungen

Zentraler Ausgangspunkt des damaligen Gesetzgebers des KAGG⁵¹ von 1957 – der Geburtsstunde des deutschen Investmentrechts – war der als unbefriedigend empfundene Umstand, dass der deutsche Kapitalmarkt noch nicht die breite Resonanz erhalten hat, die man sich erhofft hatte.⁵² Vielmehr überstieg die Nachfrage nach Kapital das dem entgegengebrachte Angebot um ein Vielfaches.⁵³ Die verhältnismäßig geringe Nutzung wurde u.a. darauf zurückgeführt, dass die Anlage in Wertpapiere für einen großen Personenkreis wenig attraktiv ist, da die Anlage nur bei einem hohen zur Verfügung stehenden Vermögen einmalige Vorteile bietet.⁵⁴ Annahme dieser Überlegung war also mitunter eine Korrelation von großen investierbaren Vermögensmassen, daraus resultierenden Vorteilen für Anleger und hieraus folgender Attraktivität des Kapitalmarktes.

Generell sieht sich eine Volkswirtschaft dem Problem ausgesetzt, dass dem Bestreben nach Befriedigung der individuellen Bedürfnisse der Bevölkerung eine nur begrenzte Anzahl an zu diesem Zweck verfügbarer Ressourcen gegenübersteht.⁵⁵ Diese dadurch bedingte Knappheit zwingt aus volkswirtschaftlicher Sicht dazu, die verfügbaren Mittel auf eine solche Art und Weise zu nutzen, die es ermöglicht, die Bedürfnisse möglichst umfassend zu erfüllen, indem nach der

51 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften in der Fassung vom 16.04.1957, BGBl. 1957 I., S. 378 ff.

52 Siehe BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1; *Meyer-Cording*, ZfHR 115 (1952), 65; *Schäcker*, Entwicklung und System des Investmentsparens, S. 12.

53 Siehe *Meyer-Cording*, ZfHR 115 (1952), 65.

54 Vgl. BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1.

55 Vgl. *Albert*, Ökonomische Ideologie und politische Theorie, S. 112; *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 36; *Geigant*, Die Wirtschaft, S. 17; *Sander*, Volkswirtschaft, S. 13, 20; *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, S. 62 f.

bestmöglichen Allokation der Güter gesucht wird (sog. Allokationsproblem⁵⁶).⁵⁷ Nur so ist es möglich, den individuellen Wohlstand und damit letztendlich die Zufriedenheit der Bevölkerung zu fördern, was wiederum positive Auswirkungen auf deren Motivation hat („Motivationsfunktion“ eines funktionierenden Marktes),⁵⁸ welche sich ebenfalls in der gesamtwirtschaftlichen Situation Deutschlands, z.B. durch eine Begünstigung des technischen Fortschritts, bemerkbar macht.⁵⁹ Daher sind die Bestrebungen einer Volkswirtschaft darauf ausgerichtet, die existierenden Ressourcen zur optimalen Bedürfnisbefriedigung zu verwenden, was bedeutet, dass das Stillen eines Bedürfnisses auf einer Seite nicht zugleich zu einer Schlechterstellung eines anderen Wirtschaftsteilnehmers führen soll (sog. „Allokationseffizienz“ oder „Pareto-Optimum“).⁶⁰ Dieser Zustand ist verallgemeinernd dann optimal erreicht und damit effizient,⁶¹ sobald eine Kongruenz des Nutzens eines weiteren Wirtschaftsgutes für ein konkretes Individuum (sog. „Grenznutzen“)⁶² und den aufgewandten Kosten, um ein entsprechendes Wirtschaftsgut zu produzieren (sog. „Grenzkosten“ bzw. „marginale Kosten“)⁶³ gegeben ist. In einem solchen Fall ist gewährleistet, dass die gesamte Kostenaufwendung einen bedürfnisstillenden Nutzen bewirkt, also keine Kosten ins Leere laufen und somit keine ineffiziente Ressourcenverwertung besteht. Dies führt auf vielerlei Arten und Weisen zu einer Erhöhung der sozialen Wohlfahrt,⁶⁴ also des Wertes der in einer Gesellschaft existierenden und nutzbaren Güter.⁶⁵

Die Brücke zum Kapitalmarktrecht lässt sich einfach schlagen. Auffälligstes Beispiel für das unerwünschte Brachliegenlassen von wirtschaftlich nutzbaren Ressourcen⁶⁶ ist privat angespartes Vermögen. Die Sparer weisen einen Kapitalüberschuss auf, der von ihnen zum Zeitpunkt der Sparentscheidung nicht akut

56 Hierzu *Woeckener*, Volkswirtschaftslehre, S. 11 ff.

57 *Behrens*, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 83 ff.; *Seibt*, in: *Bucerius Law School*, Begegnungen im Recht, S. 69, 71.

58 *Röck*, Versorgung und Preisbildung durch Markt–Macht–Staat, II. 7. 3., S. 117 f.

59 *Röck*, Versorgung und Preisbildung durch Markt–Macht–Staat, II. 7. 4., S. 118.

60 Benannt nach *Vilfredo Pareto*, grundlegend *Pareto*, Manuel d'économie politique, pp. 617; *Behrens*, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 84 f.; *Heertje/Wenzel*, Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, S. 354; *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, S. 666; *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens, S. 174 f.; *Varian*, Grundzüge der Mikroökonomik, S. 15 f., 669.

61 *Söllner*, Die Geschichte des ökonomischen Denkens, S. 175.

62 *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 37 ff.; *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, S. 680; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 50 ff.

63 Vgl. *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 42; *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, S. 687; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 60.

64 Siehe nur *Geigant*, Die Wirtschaft, S. 94.

65 So *Posner*, 8 J. Legal Stud. (1979), 103, 119.

66 Siehe *Chen*, The Economic Principles of Confucius and his School, p. 457 (Verstoß gegen ein „Gesetz der Kapitalakkumulation“).

benötigt wird. Der Kapitalmarkt könnte durch eine Investition dieser Mittel in der Zwischenzeit allerdings profitieren, indem diese in Richtung der Kapitalnachfrager fließen und dort bestehende Kapitaldefizite ausgleichen können, sodass dem wesentlichen Ziel des Kapitalmarktes in Form der allokativen Funktionsfähigkeit Rechnung getragen wird.⁶⁷ Auf diese Weise könnte es Unternehmen ermöglicht werden, ihrerseits Anschaffungen zu tätigen, die ein erhöhtes Investitionsvolumen vereinnahmen. Die hieraus resultierende Produktivitätssteigerung hat wiederum positive Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft, da z.B. ein erhöhter Bedarf an Arbeitskräften besteht, was dem wirtschaftspolitischen Ziel der Vollbeschäftigung entgegenkommt.⁶⁸ Zudem würde ein solches Verhalten die Angebotsvielfalt erhöhen, was den Wettbewerb vorantreibt und damit einen belebenden Wirtschaftsfaktor darstellt.⁶⁹ Anderenfalls sind die Unternehmer zur ständigen Aufrechterhaltung der Marktkonkurrenz faktisch gezwungen, sich die erforderlichen Mittel teurer aus anderen Quellen zu beschaffen, indem sie das Kapital beispielsweise von Institutionen gegen Zahlung eines entsprechenden Zinses erwerben, was dementsprechend auch die soziale Wohlfahrt mindert.

b) Anlegerbezogene Zielsetzungen

Der Gesetzgeber führte die damals bestehende missliche Situation auf dem Kapitalmarkt auf die fehlende Bereitschaft der breiten Bevölkerungsschichten zurück, in den Kapitalmarkt zu investieren.⁷⁰ Das Spektrum der Anlagemöglichkeiten war aus seiner Sicht nicht auf die breite Masse zugeschnitten. Daraus entsprang ein Interessenkonflikt zwischen dem Großteil der Bevölkerung und der Möglichkeit einer individuellen Einzelanlage. Um dieser Situation zu begegnen, sah er sich dazu veranlasst, eine Anlageform zu entwickeln, die eine Attraktivitätssteigerung des Kapitalmarktes für die großen Bevölkerungsschichten bewirkt.⁷¹ Man erhoffte sich dadurch insbesondere, dass „neue Kapitalquellen für Investitionen und Ratio-

⁶⁷ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 1 Rn. 10.

⁶⁸ Zur Vollbeschäftigung als wirtschaftlich wichtigem Ziel *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 91; *Geigant*, Die Wirtschaft, S. 94, der dieses Ziel als Teil des Wohlstandes auffasst; *Heertje/Wenzel*, Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, S. 30; implizit zu dieser Auswirkung auf die Arbeitsplatzsituation *Sander*, Volkswirtschaft, S. 72 f.

⁶⁹ Siehe *Behrens*, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 115; *Enste/Grunewald*, IW-Vertrauensindex 2017, S. 6; *Röck*, Versorgung und Preisbildung durch Markt-Macht-Staat, II. 7. 3., S. 117 f.; *Sander*, Volkswirtschaft, S. 70 ff.

⁷⁰ BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1; *Wendt*, Treuhandverhältnisse nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, S. 5 ff.

⁷¹ BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1.

nalisierungsmaßnahmen der Wirtschaft erschlossen⁷² werden. Diese Leitidee fügt sich wiederum in das allumfassende Hauptanliegen des Gesetzgebers ein, den deutschen Finanzmarkt zu stärken,⁷³ da die Effizienz der Märkte erheblich vom Funktionieren des Kapitalmarktes abhängig ist.⁷⁴ Die Realisierung dieses Ziels geht dabei also Hand in Hand mit anlegerbezogenen Überlegungen, welche wiederum positive Auswirkungen auf die nationale Gesamtsituation versprechen.⁷⁵

aa) Die Anlageentscheidung als ökonomischer Prozess

Menschliche Entscheidungen – so auch über eine Anlage am Kapitalmarkt – stellen abstrakt gesagt das Ergebnis eines inneren Abwägungsprozesses dar, der auf der subjektiven Bewertung teilweise objektiv nachweisbarer Umstände beruht.⁷⁶ Aufgrund der Vielschichtigkeit und der Komplexität des Verhaltens des Einzelnen ist es erforderlich, die Entscheidungsfindung anhand eines modellhaften Menschen, dem sog. homo oeconomicus⁷⁷ zu veranschaulichen.⁷⁸ Ausgehend von der existierenden Ressourcenknappheit⁷⁹ ist dieser Mensch alltäglich dazu gezwungen, sich für konkrete Handlungsoptionen zu entscheiden, um seine Bedürfnisse bestmöglich zu befriedigen.⁸⁰

Er ist in der Ökonomik durch verschiedenste Annahmen charakterisiert, die seine Entscheidungsfindung beeinflussen. So wird er in der englischsprachigen Literatur hauptsächlich durch drei Elemente gekennzeichnet. Konkret soll sein Verhalten „resourceful“⁸¹, „evaluative“⁸² und „maximising“⁸³ sein. Teilweise wer-

72 BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1.

73 BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1; siehe auch BT-Drs. 11/5411, S. 1, 22.

74 Bartsch, Effektives Kapitalmarktrecht, S. 20; Klöhn, MAR, Einl. Rn. 70 f.; Mauser, Anlegerschutzlücken, S. 23.

75 Vgl. Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 81 mit weiteren Nachweisen zur in diesem Kontext relevanten Wohlfahrtsökonomik (dort Fn. 220).

76 Esser, KZfSS 48 (1996), 1, 29 ff.; Esser, in: Sitter-Liver/Caroni, Der Mensch – ein Egoist?, S. 135, 136 f.; Esser, Soziologie, S. 223 ff.; Kirchgässner, Homo Oeconomicus, S. 13 ff.

77 Siehe genauer zum homo oeconomicus Kirchgässner, Homo Oeconomicus, 4. Aufl., Tübingen 2013.

78 Vgl. Frey, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 22; siehe auch Sander, Volkswirtschaft, S. 15 f., der sich für das Erfordernis einer Theorienbildung ausspricht.

79 § 1.I.1.a) (S. 12 ff.).

80 Esser, Soziologie, S. 5; Gäfgen, Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, S. 105; Kirchgässner, Homo Oeconomicus, S. 12.

81 Brunner, 25 E. I. (1987), 367, 371; Brunner/Meckling, 9 J. M. C. B. (1977), 70, 71; Meckling, 112 SZVS (1976), 545, 549.

82 Brunner, 25 E. I. (1987), 367, 371; Brunner/Meckling, 9 J. M. C. B. (1977), 70, 71; Meckling, 112 SZVS (1976), 545, 549.

83 Brunner, 25 E. I. (1987), 367, 371; Brunner/Meckling, 9 J. M. C. B. (1977), 70, 71; Meckling, 112 SZVS (1976), 545, 549.

den ihm noch weitere Attribute zugewiesen. So sei sein Verhalten zusätzlich „restricted“⁸⁴ und „expecting“⁸⁵ ausgerichtet. Trotz bestehender Kritik an dieser Modellbildung⁸⁶ ermöglicht es dieses dennoch, menschliches Verhalten ansatzweise auf handhabbare Art und Weise nachzuvollziehen, wenn auch entsprechendes Muster nicht pauschal auf jedes einzelne Individuum zutreffen wird, sodass gegebenenfalls Anpassungen notwendig sein können.⁸⁷

Legt man das Modell des homo oeconomicus zugrunde, so lässt sich festhalten, dass sich der Einzelne bei einer möglichen Auswahl zwischen verschiedenen Handlungsoptionen stets für diejenige entscheidet, die für den Betroffenen selbst die größtmögliche Nutzenmaximierung erwarten lässt.⁸⁸ Er handelt also rational.⁸⁹ Damit dieser egoistisch veranlagte Mensch⁹⁰ seinen individuellen Gewinn steigern kann,⁹¹ müssen die zur Erreichung des angestrebten Nutzens aufgewendeten Kosten minimal sein.⁹²

Eine Entscheidungsfindung erfolgt dabei durch individuelle Bewertung der in Betracht kommenden Verhaltensalternativen. Maßgeblich für diese Situationswürdigung ist eine Kosten-Nutzen-Abwägung.⁹³ Bei dieser geben externe, also nicht in der konkreten Person liegende Umstände, den äußeren Entscheidungsrahmen vor (sog. Restriktionen), wohingegen die individuellen Wertevorstellungen die jeweiligen Neigungen bei der Auswahl der konkreten Handlungsmöglichkeit be-

84 *Lindenberg*, ZgS 146 (1990), 727, 739.

85 *Lindenberg*, ZgS 146 (1990), 727, 739.

86 Siehe nur *Albert*, Ökonomische Ideologie und politische Theorie, S. 77; *Fezer*, JZ 1986, 817, 821 ff.; *Fezer*, JZ 1988, 223, 224 ff.; *Fezer*, JuS 1991, 889, 892 ff.; *Rittner*, JZ 2005, 668, 669 f.

87 *Guntermann*, Das Zusammenspiel von Mindeststammkapital und institutioneller Haftungsbeschränkung, S. 36; *Issacharoff*, 51 Vand. L. Rev. (1998), 1729, 1730; *Korch*, Haftung und Verhalten, S. 1 f.; *Lüdemann*, in: Engel/Englerth/Lüdemann/Spiecker (genannt Döhmman), Recht und Verhalten, S. 7, 16 ff.; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, S. 28 f.; *Schlobach*, Das Präventionsprinzip im Recht des Schadensersatzes, S. 348 ff.

88 *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 22; *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 15, der die Nutzenmaximierung als das übergeordnete Ziel des homo oeconomicus begreift.

89 *Gäffgen*, Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, S. 102; *Janson*, Ökonomische Theorie im Recht, S. 27, 38 ff.; *Posner*, Economic Analysis of Law, § 1.1, pp. 3 f.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 107 ff.; *Schlobach*, Das Präventionsprinzip im Recht des Schadensersatzes, S. 346 f.; *Schmolke*, Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht, S. 107 f.; zum rationalen Handeln: *Hempel*, 35 P. A. A. Ph. A. (1961/62), 5 ff.; *Meggle*, in: Meggle, Analytische Handlungstheorie, S. 415 ff.

90 Sog. Eigennutzaxiom, vgl. *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 16, 47, der den Terminus „eigeninteressiert“ aufgrund der weniger negativen Konnotation bevorzugt (vgl. Fn. 102); *Posner*, Economic Analysis of Law, § 1.1, p. 3.

91 Den homo oeconomicus als gewinnmaximierend bezeichnend *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 27; die Eigenschaft als gewinnmaximierend nur als abgeleitetes und nicht als eigentlich anvisierte Ziel begreifend *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 15.

92 *Gäffgen*, Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, S. 102.

93 *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 14.

stimmen (sog. Präferenzen).⁹⁴ Je nachdem, wie diese Parameter im konkreten Fall ausgestaltet sind, fällt die Entscheidung unterschiedlich aus, zumal die subjektive Bewertung des Nutzens eines jeweiligen Wirtschaftsgutes nach der sog. Grenznutzenlehre⁹⁵ immer von der bereits bestehenden individuellen Verfügbarkeit über Wirtschaftsgüter abhängt.⁹⁶ Auf diese Weise sinkt laut dem ersten Gossen'schen Gesetz – des Gesetzes vom abnehmenden Grenznutzen – der Nutzen eines bestimmten Wirtschaftsgutes mit der bereits für den Betroffenen verfügbaren Menge.⁹⁷ Berücksichtigt man dann noch, dass sich der Mensch faktisch nie in einem Zustand optimaler Information befindet,⁹⁸ kommt es für eine Verhaltensentscheidung auch in Bezug auf eine Vermögensanlage somit maßgeblich auf die subjektiv präferierten Einflussfaktoren des Individuums an.

bb) Klassisches Anlegerleitbild des Gesetzgebers

Das Regulierungsbestreben des nationalen Investmentrechts ist also gerade auf bestimmte Charakteristika breiter Bevölkerungsschichten (also Klein- und Privatanleger⁹⁹) zugeschnitten, die an diesen ökonomischen Entscheidungsprozess anknüpfen. Daraus hat sich ein bestimmtes Anlegerleitbild entwickelt, welches der Gesetzgeber dieser investmentrechtlichen Kodifikation teils ausdrücklich, aber auch teilweise stillschweigend ursprünglich zugrunde gelegt hat. Die jeweiligen von ihm in Bezug genommenen anlagerelevanten Faktoren, auf die nachfolgend eingegangen werden soll, stehen dabei miteinander in Zusammenhang und bedingen sich gegenseitig.

(1) Interessenlage

Ausdrücklich erwähnt der Gesetzgeber in seiner Begründung, dass er durch die Möglichkeit des Investmentsparens „die private Eigentumsbildung und damit das

94 Auf die Unterschiedlichkeit von Präferenzen hinweisend *Alchian/Allen*, Exchange and Production: Competition, Coordination, and Control, p. 28; *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 14.

95 Grundlegend *Gossen*, Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln, S. 31.

96 *Behrens*, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 91.

97 *Frey*, Wirtschaft, Staat und Wohlfahrt, S. 37; *Röck*, Versorgung und Preisbildung durch Markt-Macht-Staat, II. 1.3, S. 15 f.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 50 ff.

98 *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, S. 17.

99 Vgl. auch implizit BT-Drs. 11/5411, S. 24, in welcher darauf verwiesen wird, dass die Konstruktion von Spezialfonds bei Schaffung des KAGG noch nicht berücksichtigt wurde.

Gefühl der Mitbeteiligung und Mitverantwortung am wirtschaftlichen Geschehen¹⁰⁰ fördern wollte.

Hieraus werden besonders zwei Aspekte deutlich: einerseits der Fokus auf Privatleute als Anleger und damit den außergewerblichen Bereich und andererseits eine psychologische Komponente. Der Gesetzgeber ging also davon aus, dass Anleger das Investmentwesen nutzen würden, um private und keine gewerblichen Interessen zu verfolgen. Gleichzeitig sollte das Interesse an einer Investmentanlage dadurch geweckt werden, dass der einzelne Anleger auf diese Weise seinen individuellen Interessen nach mittelbar mitbestimmend auf die wirtschaftliche Entwicklung einwirken kann.¹⁰¹ Letzterer Aspekt mag unter Berücksichtigung der damaligen Situation der unmittelbaren Nachkriegsjahre, in die auch die Schaffung des KAGG fiel, aus Perspektive des Gesetzgebers einen hohen Stellenwert in der Gesellschaft eingenommen haben.¹⁰² Die Wirtschaft war zu diesem Zeitpunkt besonders geschwächt. Gerade in nationalen Krisenlagen erlangt der gesellschaftliche Zusammenhalt in der breiten Masse der Bevölkerung eine stärkere Bedeutung. Diesen psychologischen Mechanismus zu adressieren, schien ein Anliegen des Gesetzgebers zu sein.

(2) Keine Sachkenntnis

Weiter geht die Gesetzesbegründung davon aus, dass eine individuelle Anlage für die breite Bevölkerung deshalb bislang nicht in Betracht kam, weil ihr die erforderliche Sachkenntnis im Bereich des Kapitalmarktes fehlte.¹⁰³

Der Kapitalmarkt unterliegt einer ständigen Fluktuation von Angebot und Nachfrage. Um angemessen auf Schwankungen reagieren zu können, ist es erforderlich, marktspezifische Prognosen zu stellen,¹⁰⁴ was wiederum Kenntnisse über das Funktionieren des Kapitalmarktes, sowie des Marktverhaltens der Teilnehmer voraussetzt.¹⁰⁵ Die erlangten Informationen müssen verarbeitet¹⁰⁶ und die Anlage-

100 BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1.

101 Vgl. *Setzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, S. 168 f.

102 Vgl. *Sanftleben*, Anlegerschutz durch Produkt- und Anlegerklassifizierung in England und Deutschland, S. 82.

103 BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1.

104 *Esser*, KZfSS 48 (1996), 1, 12 ff.; *Esser*, Soziologie, S. 223 ff.; *Kirchgässner*, *Homo Oeconomicus*, S. 13.

105 Vgl. Beckmann/Scholtz/Vollmer/Beckmann, Investment, § 26 KAGB Rn. 3; Berger/Steck/Lübbehüsen/Köndgen, InvG/InvStG, § 9 InvG Rn. 25; Emde/Dornseifer/Dreibus/Steck/Schmidt/Stockhorst, KAGB, § 26 Rn. 33.

106 Auf das nahezu nicht zu bewältigende Problem der fehlerfreien Informationsverarbeitung durch den Einzelnen hinweisend *Korch*, Haftung und Verhalten, S. 33, wiederum auf *Simon*, 69 Quart. J. Econ. (1955), 99, 106 ff. verweisend.

entscheidung bei jeder Änderung aufs Neue bewertet werden. Grundsätzlich führt ein gesteigertes Vertrauen in die eigenen Kenntnisse in der Regel zu einer erhöhten Bereitschaft, auf Grundlage dieser Kenntnisse zu handeln.¹⁰⁷ Eine größere Investition wird dadurch umso wahrscheinlicher, je höher das Maß an Wissen ist. Da der Großteil der Bevölkerung dieses Wissen allerdings nicht besitzt, scheidet eine Individualanlage meistens aus.

(3) Geringes Investitionsvolumen

Ebenso explizit nimmt die Gesetzesbegründung darauf Bezug, dass der Großteil der Bevölkerung nicht die Möglichkeit besitzt, große Vermögenswerte anzulegen, sondern auf geringe Investitionsvolumina beschränkt ist.¹⁰⁸

Um das Risiko finanzieller Verluste zu minimieren, ist es aus marktwirtschaftlicher Perspektive allerdings geboten, die Anlage nicht nur in ein Anlageprodukt zu tätigen und damit gewissermaßen alles „auf eine Karte zu setzen“. Im Gegenteil sorgt nur eine hinreichende Risikostreuung,¹⁰⁹ die durch eine breite Aufstellung des eigenen Anlageportfolios in Produkte verschiedenster Branchen erreicht wird,¹¹⁰ dafür, dass partielle Fehlentwicklungen hinsichtlich eines Anlageprodukts durch die restlichen Produkte aufgefangen und damit abgemildert werden können.¹¹¹ Allein auf diese Weise kann verhindert werden, dass das investierte Vermögen bei einer nachteiligen Entwicklung eines Anlageproduktes vollständig verlo-

107 Chuang/Cheng/Chang/Chiang, Int. J. Psychol. 48 (2013), 660, 662 m.w.N.; vgl. auch Frey, Psychologie der Werte, S. 29, 33, 194; siehe z.B. zur negativen Auswirkung von fehlendem Selbstvertrauen im Hinblick auf die Handlungsfreudigkeit im Sport Jekauc, TennisSport 3/2012, 10, 11.

108 BT-Drs. 02/2973 (neu), S. 1; Sanftleben, Anlegerschutz durch Produkt- und Anlegerklassifizierung in England und Deutschland, S. 40 f.

109 Auf den Vorteil der Risikostreuung im Investmentrecht hinweisend Meyer-Cording, ZfHR 115 (1952), 65, 66.

110 Sog. Portfoliodiversifikation, grundlegend Markowitz, 7 J. Finance (1952), 77, 89; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Hehnen, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 17.165; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Schäfer, Hdb. Kapitalanlagerecht, § 21 Rn. 81.

111 Grundlegend Markowitz, 7 J. Finance (1952), 77, 79, 89 ff., der annimmt, dass die erwartete Rendite bei ausreichender Streuung des Anlageportfolios aufgrund des Gesetzes der großen Zahlen (vgl. hierzu z.B. Anderson, Dialectica 3 (1949), 65 ff. m.w.N.) nahezu der erwarteten Rendite entspricht: „The law of large numbers will insure that the actual yield of the portfolio will be almost the same as the expected yield.“ (p. 79); Gefßler, WM 1957, Sonderbeil. Nr. 4 zu Teil IV B Nr. 20 vom 18. Mai 1957, 10; Meyer-Cording, ZfHR 115 (1952), 65, 66 f.; Schäcker, Entwicklung und System des Investmentsparens, S. 12 f.; v. Caemmerer, JZ 1958, 41; Williams, The Theory of Investment Value, pp. 68, 69.