

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

NICOLE CAMPBELL/ HENNY MÜCHLER

Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft
einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 101



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1

D-60323 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-33753

FAX: +49 (0)69 / 798-33929

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Nicole Campbell/ Henny Mächler
Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft
einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 101

04/ 2009

Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft

Dr. Nicole Campbell/ Henny Mühler, LL.M. (Cambridge)*

Seit dem Inkrafttreten des Investmentänderungsgesetzes zum 28.12.2007 steht der Investmentbranche als neue Gestaltungsform eines Investmentvehikels die fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft zur Verfügung. Die fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft benennt eine Kapitalanlagegesellschaft als Verwaltungsgesellschaft und überträgt ihr die allgemeine Verwaltungstätigkeit sowie die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel. Der folgende Beitrag untersucht die Haftung der Verwaltungsgesellschaft gegenüber den Aktionären der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft. Im Ergebnis wird ein gesetzliches Schuldverhältnis bejaht, für dessen Verletzung die Verwaltungsgesellschaft von den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft gemäß §§ 280 Abs. 1, 249 ff. BGB auf Schadensersatz in Anspruch genommen werden kann.

A. Einleitung

Vor Inkrafttreten des Investmentänderungsgesetzes¹ mit Wirkung zum 28. Dezember 2007 war die Investmentaktiengesellschaft zwingend als *self-managed investment company* ausgestaltet. Der Gesetzgeber hatte bis dato nicht von der in Art. 13a ff. der Richtlinie 85/611/EWG (OGAW-Richtlinie)² vorgesehenen Möglichkeit zur Einführung einer fremdverwalteten Investmentgesellschaft Gebrauch gemacht. Dies hat er im Zuge des Investmentänderungsgesetzes nachgeholt. Gemäß § 96 Abs. 4 Satz 1 InvG ist es der Investmentaktiengesellschaft nun gestattet, eine Kapitalanlagegesellschaft als Verwaltungsgesellschaft zu benennen (fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft). Der Verwaltungsgesellschaft obliegt die Ausführung der allgemeinen Verwaltungstätigkeit sowie die Anlage und Verwaltung der Mittel der Investmentaktiengesellschaft (§ 96 Abs. 4 Satz 2 InvG). Die Geschäftserlaubnis von Kapitalanlagegesellschaften erstreckt sich dementsprechend auch auf die Verwaltung von inländischen

* Nicole Campbell ist Rechtsanwältin in der Kanzlei Dewey & LeBoeuf LLP, Frankfurt am Main; Henny Mühler ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institute for Law and Finance.

¹ Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 21.12.2007, BGBl. I 2007, S. 3089.

² Richtlinie des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (85/611/EWG), ABl. L 375/3 v. 31.12.1985, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2005/1/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 9.3.2005, ABl. L 79/9 v. 24.03.2005.

Investmentvermögen in Form von Investmentaktiengesellschaften³. Investmentaktiengesellschaften, die keine Kapitalanlagegesellschaft benennen, sind fortan „selbstverwaltend“ (vgl. § 97 Abs. 1a InvG) und müssen gemäß den Vorgaben der OGAW-Richtlinie zusätzlichen Anforderungen genügen⁴.

Investmentaktiengesellschaften hatten bereits nach früherem Recht die Möglichkeit, wesentliche Aufgaben zum Zwecke einer effizienteren Geschäftsführung auf andere Unternehmen zu übertragen (sog. Auslagerung oder Outsourcing, vgl. § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 16 InvG). Die neu geschaffene Möglichkeit zur Fremdverwaltung ist von diesen Auslagerungssachverhalten streng zu unterscheiden: Gegenstand der Auslagerung ist die Übertragung einzelner Tätigkeiten der Investmentaktiengesellschaft (z.B. Anlageverwaltung, Fondsbuchhaltung, Vertrieb) auf andere Unternehmen (sog. Auslagerungsunternehmen). Hinsichtlich der Rechtsform des Auslagerungsunternehmens besteht eine große Auswahlfreiheit. Die Portfolioverwaltung kann auf Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und vergleichbare ausländische Unternehmen ausgelagert werden⁵. Die lückenlose Beaufsichtigung des Investmentgeschäfts durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wird dadurch gewährleistet, dass die Investmentaktiengesellschaft die uneingeschränkte Verantwortung für die ausgelagerten Bereiche behält⁶. Zudem darf die Auslagerung keinen Umfang annehmen, der die Investmentaktiengesellschaft zu einer „Briefkastenfirma“ degradieren würde⁷. Ist die Investmentaktiengesellschaft als fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft ausgestaltet, wird der Verwaltungsgesellschaft ein umfassender Aufgabenkreis übertragen, der die Portfolioverwaltung und die gesamte Fondsadministration einschließt. Als Verwaltungsgesellschaft kann nur eine Kapitalanlagegesellschaft im Sinne von § 2 Abs. 6 InvG benannt werden, die über die Erlaubnis zur Verwaltung von Investmentvermögen verfügt. Die BaFin wacht darüber, dass die Kapitalanlagegesellschaft bei der Ausübung ihrer Tätigkeit als Verwaltungsgesellschaft die gesetzlichen Bestimmungen einhält⁸. Anders als das Auslagerungsunternehmen

³ Vgl. §§ 7 Abs. 1 Satz 1, 6 Abs. 1 Satz 1, 1 Satz 1 Nr. 1 InvG. Nach § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG a.F. war der Geschäftsbereich von Kapitalanlagegesellschaften auf die Verwaltung von Sondervermögen und die Erbringung von Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen nach § 7 Abs. 2 InvG beschränkt.

⁴ Die selbstverwaltende Investmentaktiengesellschaft muss über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation, d.h. insbesondere ein angemessenes Risikomanagement, eine vollständige Dokumentation der ausgeführten Geschäfte und angemessene Kontrollverfahren (interne Revision) verfügen und ist den für Kapitalanlagegesellschaften geltenden Verhaltensregeln unterworfen (§ 99 Abs. 3 Satz 2 i.V.m. §§ 9 Abs. 2, 9a InvG). Im Erlaubnisverfahren muss die selbstverwaltende Investmentaktiengesellschaft einen tragfähigen Geschäftsplan vorlegen und besonderen Anforderungen hinsichtlich ihrer engen Verbindungen genügen (§ 97 Abs. 1a Nr. 1 bis 3 InvG).

⁵ Vgl. § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 InvG; *Beckmann*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), *Investment*, Kz. 410, § 16 Rn. 16.

⁶ Vgl. § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 16 Abs. 1 Satz 3, Abs. 1a, Abs. 3 InvG.

⁷ Art. 5g Abs. 2, 2. Halbsatz (i.V.m. Art. 13b Abs. 1) der OGAW-Richtlinie (Fn. 2).

⁸ Vgl. § 5 Abs. 1 Satz 1 und 2 InvG.

trägt die Verwaltungsgesellschaft mithin aufsichtsrechtliche Verantwortung für die ordnungsgemäße Ausführung der übernommenen Aufgaben⁹. Die Verwaltungsgesellschaft kann ihrerseits einzelne der übernommenen Tätigkeiten nach Maßgabe von § 16 InvG auf andere, unter Umständen auch ausländische Unternehmen auslagern, sofern die Investmentaktiengesellschaft zustimmt¹⁰. Angesichts dieser grundlegenden Unterschiede stellt § 96 Abs. 4 Satz 3 InvG klar, dass es sich bei der Fremdverwaltung nicht um einen Auslagerungssachverhalt im Sinne von § 16 InvG handelt.

Das Konzept der Fremdverwaltung einer Investmentgesellschaft hat sich in der ausländischen Fondspraxis, insbesondere in Luxemburg, längst durchgesetzt. Ob der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft deutscher Herkunft ein ähnlicher Erfolg beschieden sein wird, hängt nicht zuletzt davon ab, dass Rechtsklarheit im Hinblick auf die Haftungsrisiken der Verwaltungsgesellschaft besteht. Keiner näheren Erörterung bedarf die Grundlage der Haftung der Verwaltungsgesellschaft gegenüber der Investmentaktiengesellschaft. Die Gesellschaften schließen einen Verwaltungsvertrag, der zivilrechtlich als Geschäftsbesorgungsvertrag im Sinne von §§ 675 Abs. 1, 611 BGB einzuordnen ist. Verletzt die Verwaltungsgesellschaft ihre Vertragspflichten und entsteht der Investmentaktiengesellschaft hieraus ein Schaden, kann sie dafür von der Verwaltungsgesellschaft nach §§ 280 ff., 249 ff. BGB Ersatz verlangen. Klärungsbedürftig ist dagegen, ob und auf welcher Grundlage die Verwaltungsgesellschaft von den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft zur Verantwortung gezogen werden kann. Diese Frage wird im Rahmen dieses Beitrags anhand zweier Beispiele erörtert.

B. Beispiele

Die Tätigkeit der Verwaltungsgesellschaft birgt für die Aktionäre der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft in mehrfacher Hinsicht ein Schadenspotential. Pflichtverletzungen der Verwaltungsgesellschaft können vor allem einen Wertverlust des verwalteten Investmentvermögens zur Folge haben, der sich in einer Entwertung der Aktien der Investmentaktiengesellschaft niederschlägt. Beispiel für einen solchen „mittelbaren“ Aktionärsschaden ist ein Verstoß der Verwaltungsgesellschaft gegen die gesetzlichen Anlagevorschriften, als dessen Folge der Inventarwert sowie – reflexiv – der Aktienwert sinken (Beispiel 1). Im Einzelfall können den Aktionären aus der Tätigkeit der Verwaltungsgesellschaft zudem Schäden entstehen, die über eine bloße Minderung des Gesellschaftsvermögens hinausgehen. Ein solcher „unmittelbarer“ Aktionärsschaden kann beispielsweise durch einen Fehler der Verwaltungs-

⁹ Vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 85 re. Sp.; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 60.

¹⁰ Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 85 re. Sp.

gesellschaft bei der Berechnung des Inventarwerts und der daraus resultierenden Veröffentlichung eines unrichtigen Rücknahmepreises der Aktien verursacht werden¹¹. Macht ein Aktionär von seinem Recht zur Rückgabe seiner Aktien gegen Auszahlung des anteiligen Inventarwerts (Aktienwert) nach § 105 Abs. 2 Satz 1 InvG Gebrauch und wird ihm aufgrund der unrichtigen Wertberechnung weniger als der anteilige Inventarwert ausbezahlt, ist sein Schaden evident. Denkbar ist aber auch folgendes Szenario (Beispiel 2): Die Verwaltungsgesellschaft berechnet den Aktienwert zunächst richtig mit 100 Euro. Als der Aktienwert in der Folge monatlich um 10 Euro sinkt, weist die Verwaltungsgesellschaft ihn weiterhin mit 100 Euro aus und berechnet ihn erst wieder richtig, als er nur noch 40 Euro beträgt. Ein Aktionär macht daraufhin von seinem Rückgaberecht Gebrauch. Er kann nachweisen, dass er seine Aktien bereits bei einem ausgewiesenen Rücknahmepreis von 80 Euro zurückgegeben hätte und macht die ihm aufgrund der unrichtigen Wertberechnung und -veröffentlichung entgangenen 40 Euro pro Aktie geltend.

C. Die Haftung der Investmentaktiengesellschaft

Die Aktionäre in Beispiel 1 und 2 könnten zunächst erwägen, „ihre“ Investmentaktiengesellschaft auf Ersatz der ihnen entstandenen Schäden in Anspruch zu nehmen.

I. Vorfrage: Die Zurechenbarkeit des Handelns der Verwaltungsgesellschaft

Die Haftung der Investmentaktiengesellschaft hängt maßgeblich davon ab, ob und inwieweit ihr das für den Schaden ursächliche Verhalten der Verwaltungsgesellschaft zuzurechnen ist. Eine umfassende Zurechnung wäre auf der Grundlage der sog. Repräsentantenhaftung möglich. Nach allgemeiner Meinung müssen juristische Personen analog § 31 BGB für Schäden eintreten, die der Vorstand, Mitglieder des Vorstands oder andere verfassungsmäßig berufene Vertreter Dritten in Ausführung der ihnen zustehenden Verrichtungen zufügen¹². „Dritte“ in diesem Sinne können auch die Mitglieder der Gesellschaft sein¹³. Die Verwaltungsgesell-

¹¹ Der Inventarwert der Investmentaktiengesellschaft ist grds. börsentäglich von der Investmentaktiengesellschaft selbst oder von der Depotbank unter Mitwirkung der Investmentaktiengesellschaft zu ermitteln (§ 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 36 Abs. 1 Satz 2 InvG). Der Rücknahmepreis der Aktien entspricht dem anteiligen Inventarwert ggf. abzüglich eines in der Satzung festgesetzten Abschlags (§ 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. §§ 23 Abs. 2 Satz 3, 36 Abs. 1 Satz 1 InvG). Ausgabe- und Rücknahmepreis sind bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Aktien, mindestens jedoch zweimal im Monat zu veröffentlichen (§ 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 36 Abs. 6 Satz 2 InvG).

¹² Für die Zurechenbarkeit des Handelns ist unerheblich, ob die Schadensersatzpflicht eine vertragliche oder deliktische Grundlage hat, *Reuter*, in: MünchKomm-BGB, 5. Aufl. 2006, § 31 Rn. 30.

¹³ BGHZ 90, 92, 95 = NJW 1984, 1884, 1885; BGHZ 110, 323, 327 = NJW 1990, 2877, 2878 – Schärenkreuzer; *Reuter*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 12), § 31 Rn. 41 f.; einschränkend *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 10 IV 4c; *ders.*, JZ 1991, 157, 161; *Götz/Götz*, JuS 1995, 106, 108; *Kowalski*, Der Ersatz von Gesellschafts- und Gesellschafterschaden, 1990, S. 220 ff.: sofern der Schaden nicht am Vereinsvermögen entstanden ist.

schaft nimmt keine Organfunktionen der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft wahr¹⁴. Eine Haftungszurechnung analog § 31 BGB kommt daher nur dann in Betracht, wenn die Verwaltungsgesellschaft bzw. ihre Geschäftsleiter als „andere verfassungsmäßig berufene Vertreter“ der Investmentaktiengesellschaft anzusehen sind.

Der Begriff des verfassungsmäßigen Vertreters erfährt in der Rechtsprechung eine weite Auslegung. Weder die Festschreibung der Tätigkeit des Vertreters in der Satzung noch die Erteilung einer rechtsgeschäftlichen Vertretungsmacht sind erforderlich. Es genügt, dass dem Vertreter „durch die allgemeine Betriebsregelung und Handhabung bedeutsame, wesensmäßige Funktionen der juristischen Person zur selbständigen, eigenverantwortlichen Erfüllung zugewiesen sind“, so dass er die juristische Person im Rechtsverkehr repräsentiert¹⁵. Unter diesen Voraussetzungen haftet die juristische Person unter Umständen sogar für selbständige Unternehmer, wobei es maßgeblich darauf ankommt, ob nach außen der Eindruck erweckt wird, der Unternehmer sei Teil der Betriebsorganisation der juristischen Person¹⁶. Die Verwaltungsgesellschaft übernimmt neben der Fondsadministration insbesondere die Aufgabe der Portfolioverwaltung (vgl. § 96 Abs. 4 Satz 2 InvG). Hierbei handelt es sich um die Kerntätigkeit der Investmentaktiengesellschaft, deren Ausübung einen eigenen Entscheidungsspielraum erfordert. Der Verwaltungsgesellschaft sind somit wichtige Aufgaben der Investmentaktiengesellschaft zur eigenverantwortlichen Wahrnehmung übertragen. Allerdings ist die Verwaltungsgesellschaft als rechtlich selbständiger Funktionsträger weder in die Betriebsorganisation der Investmentaktiengesellschaft einbezogen noch vermittelt sie den Anschein der Zugehörigkeit¹⁷. Sie nimmt die Anlage- und Verwaltungstätigkeit vielmehr in eigener Zuständigkeit und Verantwortung und nicht als Repräsentantin der Investmentaktiengesellschaft wahr¹⁸. Im Ergebnis können die Verwaltungsgesellschaft bzw. ihre Geschäftsleiter nicht als verfassungsmäßig berufene Vertreter der Investmentaktiengesellschaft qualifiziert werden.

Da § 31 BGB keine Anwendung findet, steht die Investmentaktiengesellschaft für das Handeln der Verwaltungsgesellschaft nur nach Maßgabe der allgemeinen zivilrechtlichen Zurechnungs- und Haftungsnormen ein. Soweit die Verwaltungsgesellschaft Pflichten erfüllt, die der

¹⁴ Vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 85 re. Sp.

¹⁵ BGHZ 49, 19, 21 = NJW 1968, 391 f.; BGH NJW 1854, 1856.

¹⁶ BGH NJW 1998, 1854, 1856 (selbständiger Handelsvertreter) = LM § 167 BGB Nr. 39 mit Anm. *Reuter; ders.*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 12), § 31 Rn. 21 f.; *Wagner*, in: MünchKomm-BGB, 4. Aufl. 2004, § 831 Rn. 14.

¹⁷ Vgl. Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576, S. 85 re. Sp.: Die Verwaltungsgesellschaft übernimmt „keine aktienrechtlichen oder sonstigen allgemeinen Zuständigkeiten und Aufgaben der Investmentaktiengesellschaft, insbesondere nicht deren Vertretung“.

¹⁸ Vgl. auch BGH NJW 1955, 298, 299 f. für die Bundesauftragsverwaltung.

Investmentaktiengesellschaft gegenüber Dritten obliegen, ist sie Erfüllungsgehilfin im Sinne von § 278 BGB¹⁹. Der Investmentaktiengesellschaft wird das Verschulden der für die Verwaltungsgesellschaft handelnden Personen im Rahmen bestehender Schuldverhältnisse also wie das Verschulden eigener Organe zugerechnet. Dagegen kann die Verwaltungsgesellschaft nicht als Verrichtungsgehilfin der Investmentaktiengesellschaft im Sinne von § 831 BGB angesehen werden. Die Verwaltungsgesellschaft ist weder „abhängig“ im Sinne einer Eingliederung in den Organisationsbereich der Investmentaktiengesellschaft noch ist sie deren Weisungen unterworfen²⁰. Die Investmentaktiengesellschaft haftet daher nicht nach § 831 BGB für unerlaubte Handlungen der Verwaltungsgesellschaft. Für den weiteren Gang der Untersuchung bedeutet dies, dass die Investmentaktiengesellschaft nur auf der Grundlage des allgemeinen Schuldrechts (§§ 280 ff., 278 BGB) für die von der Verwaltungsgesellschaft verursachten Schäden in Anspruch genommen werden kann.

II. Anspruch auf Schadensersatz gemäß §§ 280 Abs. 1, 278 BGB

Der Schadensersatzanspruch der Aktionäre gegen die Investmentaktiengesellschaft könnte sich in den genannten Beispielen aus der Verletzung einer Sorgfaltspflicht aus einem Schuldverhältnis gemäß §§ 280 Abs. 1, 278 BGB (früher: positive Vertragsverletzung „pVV“) ergeben.

1. Schuldverhältnis

Zwischen der Investmentaktiengesellschaft und ihren Aktionären bestehen typischerweise keine allgemeinen vertraglichen Beziehungen. Anders als die Anteilhaber eines Sondervermögens, die mit der Kapitalanlagegesellschaft einen Investmentvertrag schließen²¹, sind die Aktionäre allein aufgrund ihrer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung mit der Investmentaktiengesellschaft verbunden²². Es ist jedoch anerkannt, dass die Mitgliedschaft in einem Verein eine Sonderrechtsbeziehung zwischen dem Verein und den einzelnen Mitgliedern begründet,

¹⁹ Die Weisungsunabhängigkeit der Verwaltungsgesellschaft steht dieser Qualifikation nicht entgegen, BGHZ 62, 119, 124 = NJW 1974, 692, 693; BGH NJW 1996, 451; *Heinrichs*, in: Palandt (Hrsg.), 67. Aufl. 2008, § 278 Rn. 7.

²⁰ Vgl. *Wagner*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 16), § 831 Rn. 12: Selbständige Unternehmen (*independent contractors*) fallen aus dem Anwendungsbereich des § 831 BGB heraus.

²¹ Nach hM handelt es sich hierbei um einen auf eine Dienstleistung gerichteten Geschäftsbesorgungsvertrag (§§ 675 Abs. 1, 611 BGB), *Baur*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 20 Rn. 213 m.w.N.

²² Ein andere Bewertung könnte sich ergeben, wenn die Investmentaktiengesellschaft neben der Satzung gesonderte Anlagebedingungen erlässt (§ 96 Abs. 1d InvG) und diese entsprechend § 43 InvG als Investmentvertrag qualifiziert würden, vgl. *Fock*, BB 2006, 2371, 2374 *de lege ferenda*.

deren Verletzung Schadensersatzansprüche gemäß §§ 280 ff. BGB auslösen kann²³. Dieser Ansatz lässt sich auf die Mitgliedschaft in der Investmentaktiengesellschaft übertragen²⁴.

2. Pflichtverletzung

Ungleich schwieriger zu beantworten ist die Frage, welche Pflichten der Investmentaktiengesellschaft aufgrund der Sonderrechtsbeziehung zu ihren Aktionären obliegen. Für die klassische Aktiengesellschaft wird der Umfang dieser Pflichten unter der Überschrift der Treu- und Fürsorgepflichten thematisiert²⁵. Nach der Rechtsprechung hat die Aktiengesellschaft aufgrund ihrer Treupflicht dem einzelnen Aktionär eine ungehinderte und sachgemäße Wahrnehmung seiner Mitgliedschaftsrechte zu ermöglichen und alles zu unterlassen, was diese Rechte beeinträchtigen könnte²⁶. Konkrete Sorgfaltspflichten der Aktiengesellschaft gegenüber ihren Aktionären können folglich nur dort bestehen, wo individuelle Rechte der Aktionäre berührt werden. Sind die Aktionäre dagegen, wie es regelmäßig der Fall ist, nur mittelbar als Teil der Aktiengesellschaft betroffen, ist das Treupflichtverhältnis zwischen Gesellschaft und Aktionären nicht berührt. Nach diesen Grundsätzen besteht keine Pflicht der Investmentaktiengesellschaft gegenüber den einzelnen Aktionären zur ordnungsgemäßen Verwaltung des Gesellschaftsvermögens²⁷. Wird das Gesellschaftsvermögen unter Verletzung der gesetzlichen Anlagegrenzen angelegt (Beispiel 1), kommen Schadensersatzansprüche der Aktionäre gegen die Investmentaktiengesellschaft gemäß §§ 280 Abs. 1, 278 BGB nicht in Betracht.

Im Mittelpunkt des Beispiels 2 steht das Recht der Aktionäre, gegen Rückgabe ihrer Aktien die Auszahlung des Aktienwerts zu verlangen (§ 105 Abs. 2 Satz 1 InvG). Das Rückgaberecht ist das zentrale Mitgliedschaftsrecht der Aktionäre einer Investmentaktiengesellschaft. Es ermöglicht den Aktionären den jederzeitigen Ausstieg aus ihrem Investment und kompensiert auf diese Weise den gesetzlichen Ausschluss der mitgliedschaftlichen Verwaltungsrechte der Anlageaktionäre²⁸. Das Rückgaberecht kann nur dann sinnvoll ausgeübt werden, wenn den

²³ BGHZ 90, 92, 95 = NJW 1984, 1884, 1885; BGHZ 110, 323, 327 = NJW 1990, 2877, 2878 – Schärenkreuzer; OLG Stuttgart NJW 1996, 1352; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht (Fn. 13), § 19 I 3a, § 21 V 4; ders., JZ 1991, 157, 160; Götz/Götz, JuS 1995, 106, 107; Hadding, in: FS Kellermann, 1991, S. 91, 96 ff.; Lutter, AcP 180 (1980), 84, 97 ff.

²⁴ Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2006, § 10 Rn. 46; Eckhold, ZGR 2007, 654, 660.

²⁵ Vgl. BGHZ 127, 107, 111 = NJW 1994, 3094, 3095 – BMW; Henze/Notz, in: GroßKomm-AktG, 4. Aufl. 2004, Anhang § 53a Rn. 87 ff.; Lutter, AcP 180 (1980), 84, 102 ff.; Bungeroth, in: MünchKomm-AktG, 3. Aufl. 2008, Vor § 53a Rn. 19 m.w.N.

²⁶ BGHZ 127, 107, 111 = NJW 1994, 3094, 3095 – BMW; Bungeroth, in: MünchKomm-AktG (Fn. 25), Vor § 53a Rn. 30.

²⁷ Einsele, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 24), § 10 Rn. 46; Habersack, Die Mitgliedschaft – subjektives und „sonstiges“ Recht, 1996, S. 285 ff.; Wiesner, in: MünchHdb GesR Bd. 4, 3. Aufl. 2007, § 26 Rn. 30.

²⁸ Die Publikums-Investmentaktiengesellschaft gibt gemäß § 96 Abs. 1 Satz 2 InvG „Unternehmensaktien“ und „Anlageaktien“ aus. Während Unternehmensaktien den Gründern und Initiatoren der Investmentaktiengesell-

Aktionären der aktuelle Rücknahmepreis ihrer Aktien bekannt ist. Das Investmentgesetz schreibt daher vor, dass der Inventarwert von der Investmentaktiengesellschaft (oder von der Depotbank unter Mitwirkung der Investmentaktiengesellschaft) börsentäglich zu ermitteln ist und der auf dieser Basis errechnete Rücknahmepreis regelmäßig zu veröffentlichen ist²⁹. Ob diese Pflichten zugleich mitgliedschaftlichen Charakter haben, kann aber dahinstehen. Denn die auf der Grundlage der unrichtigen Preisveröffentlichung getroffene Entscheidung des Aktionärs zum weiteren Halten der Aktien liegt außerhalb des auf die mitgliedschaftliche Rechtsausübung beschränkten Anwendungsbereichs der Treupflicht³⁰. Auch der Aktionär in Beispiel 2 kann die Investmentaktiengesellschaft daher nicht auf Schadensersatz nach §§ 280 Abs. 1, 278 BGB in Anspruch nehmen.

D. Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft

I. Vorbemerkung

Wie die vorstehenden Ausführungen verdeutlichen, haftet die Investmentaktiengesellschaft ihren Aktionären nur in engen Grenzen für die von der Verwaltungsgesellschaft verursachten Schäden. Zumeist werden sich Pflichtverletzungen seitens der Verwaltungsgesellschaft in einer Minderung des Gesellschaftsvermögens der Investmentaktiengesellschaft auswirken. Der Schaden der Aktionäre ergibt sich dann mittelbar aus dem Wertverlust ihrer Aktien (vgl. Beispiel 1). In diesen Fällen können die Aktionäre „ihre“ Investmentaktiengesellschaft nicht auf Ersatz der ihnen entstandenen mittelbaren Schäden in Anspruch nehmen. Es ist vielmehr Aufgabe des Vorstands der Investmentaktiengesellschaft, den Ersatzanspruch der Gesellschaft gegen die Verwaltungsgesellschaft geltend zu machen und durch die Veranlassung der Ersatzleistung in das Gesellschaftsvermögen auch den Aktienwertverlust auszugleichen. Die Aktionäre haben grundsätzlich keine Möglichkeit, auf die Geltendmachung des Anspruchs der Gesellschaft durch den Vorstand hinzuwirken. Eine dahingehende Einflussnahme in der Hauptversammlung nach § 147 Abs. 1 AktG scheidet bereits daran, dass den Anlageaktionären kraft Gesetzes weder Stimmrechte noch Teilnahmerechte an der Hauptversammlung zustehen³¹. Zudem gehört der gegen die Verwaltungsgesellschaft gerichtete Anspruch der Investmentaktiengesellschaft nicht zu den in § 147 Abs. 1 Satz 1 AktG bezeichneten Ersatzansprü-

schaft vorbehalten sind, werden Anlageaktien an die typischen Kapitalanleger ausgegeben. Anlageaktien gewähren grundsätzlich weder Stimmrechte noch Teilnahmerechte an der Hauptversammlung (§ 96 Abs. 1c Satz 2 InvG).

²⁹ § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 36 Abs. 1 Satz 2, Abs. 6 InvG.

³⁰ Vgl. BGH NJW 1992, 3167, 3171; *Henze/Notz*, in: GroßKomm-AktG (Fn. 25), Anh § 53a Rn. 97; *Bungeroth*, in: MünchKomm-AktG (Fn. 25), Vor § 53a Rn. 32.

³¹ § 96 Abs. 1c Satz 2 InvG.

chen³². Hieran scheitert auch eine Anspruchsdurchsetzung im Wege der sog. Aktionärsklage nach § 148 AktG. Zu überlegen ist daher, ob den Aktionären ein eigener Schadensersatzanspruch gegen die Verwaltungsgesellschaft zusteht.

II. Anspruch auf Schadensersatz gemäß § 280 Abs. 1 BGB

Als Grundlage eines Direktanspruchs der Aktionäre gegen die Verwaltungsgesellschaft kommt die Haftung wegen Sorgfaltspflichtverletzung nach § 280 Abs. 1 BGB in Betracht.

1. Schuldverhältnis

Ein solcher Anspruch setzt voraus, dass zwischen der Verwaltungsgesellschaft und den Aktionären ein Schuldverhältnis besteht. Eine Vertragsbeziehung liegt in diesem Verhältnis nicht vor, da die Aktionäre weder Partei des Verwaltungsvertrags sind noch mit der Verwaltungsgesellschaft einen selbständigen (Geschäftsbesorgungs-)Vertrag schließen. Die Rechtsbeziehung zwischen den Aktionären und der Verwaltungsgesellschaft könnte aber als gesetzliches Schuldverhältnis zu werten sein (hierzu unter 1a). Ebenfalls denkbar ist die Einbeziehung der Aktionäre in den Schutzbereich des Verwaltungsvertrags nach den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter (hierzu unter 1b).

a) Gesetzliches Schuldverhältnis

Nach der überwiegenden Ansicht in Rechtsprechung und Literatur besteht zwischen der Depotbank und den Anteilhabern eines Sondervermögens ein gesetzliches Schuldverhältnis, für dessen Verletzung die Depotbank den Anlegern nach § 280 Abs. 1 BGB haftet³³. Vor diesem Hintergrund ist bereits vertreten worden, die Rechtsbeziehung zwischen der Verwaltungsgesellschaft und den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft ebenfalls als gesetzliches Schuldverhältnis einzuordnen³⁴.

Gesetzliche Schuldverhältnisse entstehen, wenn das Gesetz unter bestimmten Voraussetzungen eine Rechtsbeziehung zwischen den Beteiligten vorsieht. Zu den anerkannten gesetzli-

³² Im Konzern bestehen freilich weiter reichende Möglichkeiten, vgl. §§ 309 Abs. 4 Satz 1, 310 Abs. 4, 317 Abs. 4, 318 Abs. 4 AktG.

³³ OLG Frankfurt NJW 1997, 745, 747; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn. 12.173 ff.; *Schödermeier/Baltzer*, in: Brinkhaus/Scherer (Hrsg.), KAGG, AuslInvG, 2003, § 12 Rn. 17; *Canaris*, Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981, Rn. 2464; *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Bd. II, 3. Aufl. 2007, § 113 Rn. 133; *Baur*, Investmentgesetze, 1. Teilbd., 2. Aufl. 1997, § 12 Rn. 15; *Ohl*, Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, 1989, S. 97 ff.; offengelassen in BGH WM 2001, 2053.

³⁴ *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 493 f; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 59 dort Fn. 38.

chen Schuldverhältnissen gehört insbesondere das vorvertragliche Schuldverhältnis, dessen Voraussetzungen in § 311 Abs. 2 und 3 BGB normiert sind (früher: *culpa in contrahendo*). Für das Rechtsverhältnis zwischen der Depotbank und den Anlegern wird teilweise vertreten, es bestehe ein „rechtsgeschäftlicher Kontakt“ und eine dadurch begründete gesteigerte Einwirkungsmöglichkeit der Depotbank auf die Rechtsgüter der Anleger, die für die Begründung eines gesetzlichen Schuldverhältnisses gemäß § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB ausreiche³⁵. Dementsprechend könnte auch zwischen der Verwaltungsgesellschaft und den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft ein auf einem „ähnlichen geschäftlichen Kontakt“ beruhendes Schuldverhältnis im Sinne von § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB vorliegen. Eine unmittelbare Kontaktaufnahme der Verwaltungsgesellschaft mit den Aktionären ist beispielsweise im Rahmen der Investor Relations oder des Vertriebs denkbar. Insofern wird die Verwaltungsgesellschaft aber nicht, wie von § 311 Abs. 2 BGB vorausgesetzt, im Hinblick auf einen in Aussicht genommenen Vertrag tätig, sondern zur Erfüllung ihrer gesetzlichen und vertraglichen Pflichten. Ein vorvertragliches Schuldverhältnis zu Personen, die nicht selbst Vertragspartei werden sollen, kommt nur unter den hohen Voraussetzungen des § 311 Abs. 3 BGB in Betracht, die allenfalls im Einzelfall erfüllt sein werden. Im Interesse eines einheitlichen Aktionärsschutzes kann das zufällige Vorliegen des Tatbestands von § 311 Abs. 3 BGB aber nicht entscheidend sein. Ein gesetzliches Schuldverhältnis nach den Grundsätzen der *culpa in contrahendo* ist daher abzulehnen.

Der Rechtsgrund für die Entstehung des gesetzlichen Schuldverhältnisses könnte aber in der besonderen Verantwortung liegen, die das Investmentgesetz der Verwaltungsgesellschaft zum Schutz der Aktionärsinteressen auferlegt³⁶. Auch das gesetzliche Schuldverhältnis zwischen der Depotbank und den Anlegern wird überwiegend auf die Fülle der gesetzlichen Pflichten der Depotbank im Anlegerinteresse gestützt (§§ 20 bis 29 InvG). Aufgrund dieses innerlich zusammenhängenden Pflichtenkomplexes stünden sich Depotbank und Anleger nicht als „unverbundene Rechtsgenossen“ im Sinne einer rein deliktischen Rechtsbeziehung gegenüber³⁷. Die Verwaltungsgesellschaft ist als Kapitalanlagegesellschaft ebenfalls einem umfangreichen Pflichtenkatalog unterworfen. Die maßgeblichen Vorschriften (vgl. §§ 6 bis 191 InvG) haben neben der Organisation des Investmentgeschäfts in erster Linie den Anlegerschutz zum Gegenstand. Zu nennen ist vor allem die Pflicht der Verwaltungsgesellschaft zur Einrichtung ei-

³⁵ *Canaris*, Bankvertragsrecht (Fn. 33), Rn. 2464; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 33), Rn. 12.173. Dieser Kontakt soll bspw. durch die Ausgabe und Mitunterzeichnung der Anteilscheine durch die Depotbank zustande kommen.

³⁶ I.d.S. *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 493 f.; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 59 dort Fn. 38.

³⁷ *Canaris*, Bankvertragsrecht (Fn. 33), Rn. 2464; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 33), Rn. 12.173.

ner ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation, die insbesondere ein angemessenes Risikomanagement, die vollständige Dokumentation der ausgeführten Geschäfte und angemessene Kontrollverfahren (interne Revision) einschließt (vgl. § 9a InvG). Darüber hinaus ist die Verwaltungsgesellschaft besonderen Verhaltensregeln unterworfen, zu denen namentlich die Pflicht zum Handeln im ausschließlichen Interesse der Aktionäre und der Integrität des Marktes gehört (§ 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG)³⁸. Aufgrund dieser öffentlich-rechtlichen Pflichtenstellung wird die Verwaltungsgesellschaft bei der Ausführung der ihr übertragenen Aufgaben nicht lediglich als Vertragspartner und „verlängerter Arm“ der Investmentaktiengesellschaft tätig. Vielmehr wird das traditionelle, zwischen der Investmentaktiengesellschaft, den Aktionären und der Depotbank bestehende „Investment-Dreieck“³⁹ im Falle der Fremdverwaltung zu einem „Investment-Viereck“ abgewandelt. In diesem Regelungsgefüge nimmt die Verwaltungsgesellschaft eine selbständige, an den Aktionärsinteressen ausgerichtete Stellung ein. Diese besondere Verantwortung lässt ein gesetzliches Schuldverhältnis zwischen der Verwaltungsgesellschaft und den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft entstehen.

b) Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Einige Stimmen in der Literatur sprechen sich – neben der zutreffenden Einordnung des Rechtsverhältnisses als gesetzliches Schuldverhältnis – für eine Schutzwirkung des Verwaltungsvertrags zugunsten der Aktionäre der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft aus⁴⁰. Diese Schutzwirkung würde den Aktionären im Falle einer Sorgfaltspflichtverletzung der Verwaltungsgesellschaft ein eigenes Vorgehen gegen diese gemäß §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB eröffnen. Ob und inwiefern dieser Auffassung gefolgt werden kann, ist anhand der anerkannten Voraussetzungen der Rechtsfigur des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter zu untersuchen.

³⁸ Eine entsprechende Pflicht ist in § 22 Abs. 1 Satz 1 InvG für die Depotbank geregelt.

³⁹ Vgl. für die Investmentaktiengesellschaft *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 24), § 10 Rn. 18; *Eckhold*, ZGR 2007, 654, 694.

⁴⁰ *Wallach*, Der Konzern 2007, 487, 494; *Dornseifer*, AG 2008, 53, 59 dort Fn. 38.

aa) Leistungsnähe

Die Einbeziehung eines Dritten in den Schutzbereich eines Vertragsverhältnisses setzt zunächst das Bestehen einer Leistungsnähe zwischen dem Dritten und dem Vertragsgläubiger voraus. Der Dritte muss bestimmungsgemäß mit der Leistung in gleicher Weise in Berührung kommen wie der Gläubiger selbst und muss den Gefahren von Schutzpflichtverletzungen ebenso ausgesetzt sein⁴¹. Pflichtverletzungen der Verwaltungsgesellschaft wirken sich auf das Vermögen der Aktionäre zumeist nur mittelbar über den Wertverlust ihrer Aktien aus. Grundsätzlich ist die rein mittelbare Betroffenheit der Aktionäre von den Leistungen eines Vertragspartners der Gesellschaft für die Annahme einer Leistungsnähe nicht ausreichend⁴². Das Investmentgesetz unterwirft die Verwaltungsgesellschaft aber besonderen Pflichten, die gerade auch den Schutz der Aktionäre der Investmentaktiengesellschaft bezwecken (vgl. D.II. 1a). Diese über die Wahrung der Interessen der Investmentaktiengesellschaft hinausgehende Schutzrichtung der gesetzlichen Pflichten der Verwaltungsgesellschaft rechtfertigt es, trotz der nur mittelbaren Betroffenheit der Aktionäre eine Leistungsnähe anzunehmen.

bb) Gläubignähe

Weitere Voraussetzung des Drittschutzes ist das berechtigte Interesse des Gläubigers an der Ausführung der Leistung zugunsten des Dritten (sog. Gläubignähe). Während die Rechtsprechung früher eine persönliche Fürsorgepflicht und Mitverantwortung des Gläubigers für das „Wohl und Wehe“ des Dritten verlangte, genügt heute der im Wege der ergänzenden Vertragsauslegung zu ermittelnde Wille der Vertragsparteien zur Begründung einer Schutzpflicht zugunsten des Dritten⁴³. Die Feststellung eines entsprechenden Willens der Parteien des Verwaltungsvertrags fällt nicht schwer: Einziges Unternehmensziel der Investmentaktiengesellschaft ist die Beteiligung ihrer Aktionäre an den Gewinnen aus der Verwaltung des Gesellschaftsvermögens⁴⁴. Dem entspricht die gesetzliche Pflicht der Verwaltungsgesellschaft, sich bei der Verwaltung ausschließlich vom Aktionärsinteresse leiten zu lassen (§ 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG). Diese Pflicht wird regelmäßig auch vertraglich verankert sein. Ein berechtigtes Interesse der Investmentaktiengesellschaft an der Erbringung der übernommenen Tätigkeiten zugunsten der Aktionäre im Sinne einer Gläubignähe liegt somit vor.

⁴¹ *Grüneberg*, in: Palandt (Fn. 19), § 328 Rn. 17.

⁴² BGH NJW 2006, 830, 835; *Bütter/Tonner*, BKR 2005, 344, 346; *Kort*, NJW 2006, 1098.

⁴³ BGH NJW 2001, 3115, 3116; *Gottwald*, in: MünchKomm-BGB, 4. Aufl. 2003, § 328 Rn. 121 ff.

⁴⁴ Vgl. § 96 Abs. 2 InvG.

cc) Erkennbarkeit und Abgrenzbarkeit des geschützten Personenkreises

Der Kreis der geschützten Dritten muss für die Verwaltungsgesellschaft subjektiv erkennbar sowie objektiv abgrenzbar sein. Dem Schuldner kann das Vertrags- und Haftungsrisiko nur dann zugemutet werden, wenn es für ihn übersehbar und kalkulierbar ist. Die Kenntnis der geschützten Personen nach Zahl und Namen ist nicht erforderlich⁴⁵. Die Verwaltungsgesellschaft ist sich ihrer besonderen Verantwortung gegenüber den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft bewusst. Der Kreis der Aktionäre ist ungeachtet der typischen breiten Streuung des Aktienbesitzes und der offenen, d.h. auf einen laufend wechselnden Aktionärskreis ausgerichteten Fondsstruktur auch objektiv abgrenzbar.

dd) Schutzbedürfnis des Dritten

Die Einbeziehung der Aktionäre in den Schutzbereich des Verwaltungsvertrags ist jedoch abzulehnen, wenn nach Treu und Glauben kein Bedürfnis für einen solchen Drittschutz besteht. Hiervon ist insbesondere auszugehen, wenn das Interesse des Dritten bereits durch eigene Ansprüche gleichwertigen Inhalts abgedeckt ist⁴⁶. Das Schutzbedürfnis fehlt nicht bereits aufgrund des Bestehens von Ersatzansprüchen der Investmentaktiengesellschaft. Die Ansprüche der Gesellschaft bieten zumindest dann keinen gleichwertigen Schutz, wenn die Aktionäre auf die Rechtsdurchsetzung keinen Einfluss nehmen können (vgl. D.I.). Das Schutzbedürfnis entfällt jedoch, soweit die Aktionäre die Verwaltungsgesellschaft wegen Verletzung des gesetzlichen Schuldverhältnisses nach § 280 Abs. 1 BGB in Anspruch nehmen können. Der Verwaltungsvertrag kann daher nur hinsichtlich solcher Pflichten Schutzwirkung zugunsten der Aktionäre entfalten, die durch diesen Vertrag originär begründet werden⁴⁷. Angesichts des umfassenden gesetzlichen Pflichtenkreises der Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 96 Abs. 4 Satz 2 InvG) sind solche Pflichten praktisch ausgeschlossen.

2. Pflichtverletzung

Die Verwaltungsgesellschaft hat ihre Pflicht zur ordnungsgemäßen Anlage des Gesellschaftsvermögens der Investmentaktiengesellschaft (Beispiel 1) sowie die Pflichten zur ordnungsgemäßen Berechnung und Veröffentlichung des Aktienwerts (Beispiel 2) verletzt. Diese Pflichten sind Teil des gesetzlichen Aufgabenspektrums einer Verwaltungsgesellschaft (vgl.

⁴⁵ BHG NJW 2004, 3035, 3038; *Gottwald*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 43), § 328 Rn. 126 m.w.N.

⁴⁶ BGH NJW 2004, 3420, 3421; *Gottwald*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 43), § 328 Rn. 127 m.w.N.

⁴⁷ Ähnlich für den Depotbankvertrag *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 33), Rn. 12.170 f.; *Baur*, Investmentgesetze (Fn. 33), § 12 Rn. 15; *Schödermeier/Baltzer*, in: Brinkhaus/Scherer (Fn. 33), § 12 Rn. 17.

§ 96 Abs. 4 Satz 2 InvG). Als Grundlage von Haftungsansprüchen der Aktionäre gegen die Verwaltungsgesellschaft kommt daher nur die Verletzung des gesetzlichen Schuldverhältnisses in Betracht. Für die Anwendung der Grundsätze des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ist kein Raum. Bei der Aufdeckung von Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit der Anlage des Investmentvermögens können sich die Aktionäre auf den Jahresabschluss stützen, in dem die einzelnen im Berichtszeitraum getätigten Transaktionen aufgeführt werden⁴⁸. Zu berücksichtigen ist, dass die Verwaltungsgesellschaft die Anlageentscheidungen innerhalb der Grenzen der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns (§§ 9 Abs. 1 Satz 1 InvG, 347 HGB) nach eigenem Ermessen trifft. Sofern die Pflichtverletzung nicht – wie in Beispiel 1 – in einem klaren Verstoß gegen die gesetzlichen oder die in der Satzung und den Anlagebedingungen festgelegten Anlagevorschriften besteht, wird den Aktionären der ihnen obliegende Beweis der Pflichtverletzung schwer fallen⁴⁹. Steht die Pflichtverletzung fest, wird das Verschulden der Verwaltungsgesellschaft bzw. der für sie handelnden Personen nach § 280 Abs. 1 Satz 2 BGB vermutet.

3. Schaden und Zurechnungszusammenhang

Der Anspruch aus § 280 Abs. 1 BGB setzt voraus, dass den Aktionären aus dem Verhalten der Verwaltungsgesellschaft bzw. der für sie handelnden Personen ein Schaden entstanden ist. Nach den allgemeinen Regeln tragen die Aktionäre die Darlegungs- und Beweislast für den Schadenseintritt sowie für den Kausalzusammenhang zwischen Pflichtverletzung und Schaden⁵⁰. Nach der Differenzhypothese ist ein Vermögensschaden gegeben, wenn der jetzige Wert des tatsächlichen Vermögens des Geschädigten geringer ist als der Wert, den das Vermögen ohne das die Ersatzpflicht begründende Ereignis haben würde⁵¹. In Beispiel 1 haben die Aktionäre folglich einen Schaden erlitten, wenn der Aktienwert bei ordnungsgemäßer Anlage des Investmentvermögens über dem tatsächlichen Aktienwert liegen würde. Da der Aktienwert im Wege der Teilung des Inventarwerts durch die Zahl der ausgegebenen (Stück-)Aktien errechnet wird⁵², ist ein Vergleich zwischen dem tatsächlichen und dem hypothetischen Inventarwert vorzunehmen. Bei der Feststellung der hypothetischen Inventarwertentwicklung bei fehlerfreier Anlage des Investmentvermögens kann im Rahmen der freien Scha-

⁴⁸ Vgl. § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 44 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 Teilsatz 5, Abs. 1 Satz 3 Nr. 2, § 110 Abs. 4 InvG; vgl. auch *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer (Fn. 5), Kz. 410, § 44 Rn. 39.

⁴⁹ Zu dieser Problematik *Reiss*, Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 2006, S. 283 ff.

⁵⁰ *Heinrichs*, in: Palandt (Fn. 19), § 280 Rn. 34.

⁵¹ *Heinrichs*, in: Palandt (Fn. 19), Vorb v § 249 Rn. 7 m.N. aus der Rspr.

⁵² § 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 36 Abs. 1 Satz 1 InvG. Die Investmentaktiengesellschaft gibt ausschließlich Stückaktien und ggf. Bruchstückaktien aus, vgl. § 96 Abs. 1 Satz 4 InvG.

densermittlung nach § 287 Abs. 1 ZPO auf die durchschnittliche Performance anderer Investmentvermögen mit vergleichbaren Anlagegrundsätzen zurückgegriffen werden⁵³. In Beispiel 2 besteht der Schaden in Höhe des Rücknahmepreises, der bei korrekter Wertberechnung ausbezahlt worden wäre abzüglich des zwischenzeitlich tatsächlich ausbezahlten Rücknahmepreises, d.h. in Höhe von 40 Euro pro Aktie⁵⁴. Dabei dürfte insbesondere der Beweis der Kausalität zwischen der unrichtigen Preisveröffentlichung und der Entscheidung des Aktionärs zum weiteren Halten der Aktien schwer zu führen sein⁵⁵. Der Aktionär muss insofern nachweisen, dass er die Aktien zurückgegeben hätte, wenn er über den wahren Rücknahmepreis informiert gewesen wäre. Nach der aktuellen Rechtsprechung des BGH zur Haftung der Vorstandsmitglieder wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation nach § 826 BGB kommen dem Anleger beim Nachweis des Kausalzusammenhangs zwischen der Falschinformation und der Anlageentscheidung grundsätzlich keine Beweiserleichterungen zugute⁵⁶. Nichts anderes kann für den Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität zwischen der unrichtigen Veröffentlichung und einer unterlassenen Transaktion gelten⁵⁷.

4. Rechtsfolge

Nach dem Prinzip der Naturalrestitution (§ 249 Abs. 1 BGB) hat die Verwaltungsgesellschaft den Zustand wiederherzustellen, der bei ordnungsgemäßer Aufgabenerfüllung bestehen würde⁵⁸. Nach allgemeiner Ansicht in Rechtsprechung und Lehre sind mittelbare Aktionärsschäden (sog. Reflex- oder Doppelschäden) allein in das Gesellschaftsvermögen auszugleichen⁵⁹. Dieser Grundsatz beansprucht auch für die Investmentaktiengesellschaft Geltung. Könnte der einzelne Aktionär für sich anteiligen Schadensersatz verlangen, würde die Zweckwidmung

⁵³ *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 33), § 113 Rn. 138; *Reiss* (Fn. 49), S. 292; vgl. auch BGH NJW 2002, 2556, 2557 zur Schätzung des einem Kapitalanleger entgangenen Gewinns.

⁵⁴ Vgl. BGH NJW 2005, 2450, 2453 – EM.TV (*obiter dictum*) zur Haftung der Vorstandsmitglieder nach § 826 BGB für unrichtige ad-hoc-Mitteilungen, die Aktionäre dazu veranlasst, von einem geplanten Aktienverkauf abzusehen; *Möllers/Leisch*, in: KölnKomm-WpHG, 2007, §§ 37b, c, Rn. 431.

⁵⁵ Vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 4. Aufl. 2006, §§ 37b, 37c Rn. 13; *Möllers/Leisch*, in: KölnKomm-WpHG (Fn. 54), §§ 37b, c, Rn. 433; *Hütter/Stürwald*, NJW 2005, 2428, 2431.

⁵⁶ Vgl. nur BGH NJW 2008, 76, 77 ff. – ComROAD IV; ZIP 2007, 1560, 1561 ff. – ComROAD V und den Überblick bei *Möllers/Leisch*, in: KölnKomm-WpHG (Fn. 54), §§ 37b, c, Rn. 319 ff.

⁵⁷ I.d.S. auch *Möllers/Leisch*, in: KölnKomm-WpHG (Fn. 54), §§ 37b, c, Rn. 433.

⁵⁸ Eine *de minimis*-Regelung, die die Ersatzpflicht auf wesentliche Fehler bei der Ermittlung des Anteilwerts oder der Anlage des Investmentvermögens beschränkt, wurde von der BaFin bislang nicht aufgestellt, vgl. die Begründung der BaFin zur Verordnung über die Inhalte der Prüfungsberichte für Kapitalanlagegesellschaften, Investmentaktiengesellschaften und Sondervermögen (Investment-Prüfungsberichtsverordnung – InvPrüfbV) vom 18. Dezember 2008, zu § 30 InvPrüfbV, abrufbar unter www.bafin.de.

⁵⁹ BGH NJW 1985, 1900; NJW 1987, 1077, 1079 f. – IMS; NJW 1988, 413, 415; BGHZ 129, 136, 165 = NJW 1995, 1739, 1746 f. – Girmes; *Hüffer*, AktG, 8. Aufl. 2008, § 93 Rn. 19; *Mertens*, in: KölnKomm-AktG, 2. Aufl. 1996, § 93 Rn. 170, 175; *ders.*, in: FS Lange, 1992, S. 561, 569 ff.; *Hopt*, in: GroßKomm-AktG, 4. Aufl. 1999, § 93 Rn. 484 ff.; *Spindler*, in: MünchKomm-AktG, 3. Aufl. 2008, § 93 Rn. 283; *Martens*, ZGR 1972, 254, 276 ff.; *G. Müller*, FS Kellermann, 1991, S. 317 ff., jeweils m.w.N.

des Gesellschaftsvermögens aufgehoben und die gesetzlich vorgeschriebene einheitliche Ermittlung des Aktienwerts im Wege der Teilung des Inventarwerts durch die Aktienzahl würde praktisch unmöglich. Dieses Ergebnis entspricht der herrschenden Meinung zur Haftung der Kapitalanlagegesellschaft gegenüber den Anteilhabern des von ihr verwalteten Sondervermögens: Wird der Anteilwert durch eine Pflichtverletzung der Kapitalanlagegesellschaft gemindert, können die Anteilhaber die Gesellschaft nur auf Leistung in das Sondervermögen in Anspruch nehmen⁶⁰. Der Anspruch der Aktionäre in Beispiel 1 ist daher auf Ausgleich des Aktienwertverlustes in das Gesellschaftsvermögen gerichtet. In Beispiel 2 kann der Aktionär dagegen die Zahlung von Schadensersatz zugunsten seines Privatvermögens fordern.

III. Anspruch auf Schadensersatz gemäß §§ 823 ff. BGB

Wenngleich die praktische Bedeutung neben einem Anspruch aus § 280 Abs. 1 BGB gering sein dürfte, stellt sich die Frage, ob die Aktionäre die Verwaltungsgesellschaft auch auf der Grundlage des allgemeinen Deliktsrechts in Anspruch nehmen können. Dies setzt die Verwirklichung des Tatbestands einer unerlaubten Handlung (§§ 823 ff. BGB) durch die für die Verwaltungsgesellschaft handelnden Personen voraus.

1. Anspruch gemäß § 823 Abs. 1 BGB wegen Verletzung der Mitgliedschaft als „sonstiges“ Recht

In Betracht kommt zunächst die Verletzung der Mitgliedschaft der Aktionäre, die als „sonstiges Recht“ im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB anerkannt ist⁶¹. Die nähere Bestimmung der Reichweite des von § 823 Abs. 1 BGB geschützten Kerns der Mitgliedschaft bereitet Schwierigkeiten. Einigkeit besteht jedoch insofern, als reine Vermögensschäden, wie sie durch eine Schädigung der Gesellschaft reflexiv beim Mitglied durch die Wertminderung seines Anteils hervorgerufen werden, nicht über § 823 Abs. 1 BGB ersatzfähig sind⁶². Vielmehr muss der Eingriff nach weit verbreiteter Auffassung unmittelbar „mitgliedschaftsbezogen“ sein⁶³. Die Anlage des Gesellschaftsvermögens unter Verletzung der gesetzlichen Anlagegrenzen (Beispiel 1) stellt daher keine unerlaubte Handlung im Sinne von § 823 Abs. 1 BGB dar. Dies ist auch das Ergebnis in Beispiel 2, da das Rückgaberecht der Aktionäre durch die fehlerhafte

⁶⁰ *Canaris*, Bankvertragsrecht (Fn. 33), Rn. 2437; *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer (Fn. 5), § 28 InvG Rn. 33 ff.; wohl auch OLG Frankfurt, NJW 1997, 745, 747; *Reiss* (Fn. 49), S. 279 ff.; aA *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 33), § 113 Rn. 139; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 24), § 10 Rn. 42; offengelassen in BGH WM 2001, 2053, 2054.

⁶¹ Statt vieler *Wagner*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 16); § 823 Rn. 164 m.w.N.

⁶² *Wagner*, in: MünchKomm-BGB (Fn. 16), § 823 Rn. 165; *Mertens*, in: FS Lange (Fn. 59), S. 561, 570; *Habersack* (Fn. 27), S. 154 ff.

⁶³ *Spindler*, in: MünchKomm-AktG (Fn. 59), § 93 Rn. 269 m.w.N.

Berechnung und Veröffentlichung des Aktienwerts weder unmittelbar entzogen noch beeinträchtigt wird.

2. Anspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB wegen Verletzung eines Schutzgesetzes

Als deliktsrechtliche Anspruchsgrundlage kommt – da regelmäßig § 826 BGB nicht einschlägig ist – allein die schuldhaftige Verletzung eines Schutzgesetzes gemäß § 823 Abs. 2 BGB in Betracht. Schutzgesetze sind nach allgemeinem Verständnis Rechtsnormen, die zumindest auch den Schutz des Einzelnen gegen die Verletzung eines Rechtsguts bezwecken⁶⁴. Dabei muss der Schaden gerade an dem durch die verletzte Vorschrift geschützten Rechtsgut entstanden sein⁶⁵. Die gesetzlichen Anlagevorschriften dienen dem Schutz der Investmentanleger und sind als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB anerkannt⁶⁶. In Beispiel 1 können die Aktionäre daher die Zahlung von Schadensersatz gemäß § 823 Abs. 2 BGB in Höhe des Wertverlustes ihrer Aktien in das Gesellschaftsvermögen verlangen. Auch die Bestimmungen über die Bewertung des Investmentvermögens (vgl. § 36 Abs. 1 bis 4 InvG) werden als Schutzgesetze zugunsten der Anleger qualifiziert⁶⁷. Diese Schutzgesetze sind in Beispiel 2 aber nicht verletzt, da sie nur die Ausgabe und Rücknahme der Aktien zu einem ihrem wahren Wert entsprechenden Preis gewährleisten sollen. Bei der Pflicht zur Wertveröffentlichung (§ 36 Abs. 6 InvG) handelt es sich schließlich um eine reine kapitalmarktrechtliche Publizitätspflicht, die keinen Individualschutz der Anleger bezweckt⁶⁸. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB scheidet daher in Beispiel 2 aus.

IV. Durchsetzung der Ansprüche durch die Depotbank

In der Praxis stehen der Anspruchsdurchsetzung durch die Anleger selbst regelmäßig erhebliche Schwierigkeiten entgegen⁶⁹. Aus diesem Grunde erhalten die Anteilhaber des Sondervermögens flankierenden Schutz durch das Recht und die Pflicht der Depotbank, die Ansprüche der Anleger wegen Verletzung der Vorschriften des Investmentgesetzes oder der Vertragsbedingungen im eigenen Namen gegen die Kapitalanlagegesellschaft geltend zu machen

⁶⁴ *Sprau*, in: Palandt (Fn. 19), § 823 Rn. 56 f.

⁶⁵ BGHZ 19, 114, 126; *Spindler*, in: MünchKomm-AktG (Fn. 59), § 93 Rn. 274.

⁶⁶ *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 33) § 113 Rn. 65; für §§ 8 ff. KAGG a.F.; *Schödermeier/Baltzer*, in: Brinkhaus/Scherer (Fn. 33), § 10 KAGG Rn. 26; *Baur*, Investmentgesetze (Fn. 33), § 8g KAGG Rn. 7, § 10 KAGG Rn. 31, *Canaris*, Bankvertragsrecht (Fn. 33), Rn. 2435; *Reiss* (Fn. 49), S. 297.

⁶⁷ *Schödermeier/Baltzer*, in: Brinkhaus/Scherer (Fn. 33), § 21 KAGG Rn. 36.

⁶⁸ *Schödermeier/Baltzer*, in: Brinkhaus/Scherer (Fn. 33), § 21 Rn. 41; *Baur*, Investmentgesetze (Fn. 33), § 21 Rn. 43, 45.

⁶⁹ Vgl. *Köndgen/Schmies*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Fn. 33), § 113 Rn. 137; *dies.*, WM 2004, Sonderbeilage 1 zu Heft 11, S. 1, 13; *Reiss* (Fn. 49), S. 315 ff.

(§ 28 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 InvG)⁷⁰. Durch diese gesetzliche Prozessstandschaft werden die Interessen der Anleger nicht nur vorbeugend, sondern auch nach Schadensentstehung durch die Depotbank als unabhängige Kontrollinstanz gewahrt. Von der Klagebefugnis der Depotbank ausgenommen sind Individualansprüche der Anleger, die unabhängig von einer Schädigung des Sondervermögens bestehen⁷¹. Die gesellschaftsexterne Kontrolle durch die Depotbank bildet eine der tragenden Säulen des Aktionärsschutzsystems der Investmentaktiengesellschaft⁷². Der Gesetzgeber war bei der Ausgestaltung der §§ 96 ff. InvG maßgeblich von dem Grundsatz geleitet, dass es sich bei der Investmentaktiengesellschaft um eine gleichwertige Alternative zum Sondervermögen handelt⁷³. Den Aktionären der Investmentaktiengesellschaft darf daher kein geringerer Schutz als den Anteilhabern des Sondervermögens zuteil werden. Das gesellschaftsinterne Kontrollsystem der Investmentaktiengesellschaft kann den Schutz der Aktionärsinteressen durch die Depotbank als unabhängige, der Investimentaufsicht der BaFin unterliegende Kontrollinstanz nicht ersetzen. Da die Anlageaktionäre in der Regel weder über Stimmrechte verfügen noch zur Teilnahme an der Hauptversammlung berechtigt sind, ist es ihnen kaum möglich, disziplinierend auf den Vorstand bzw. den Aufsichtsrat einzuwirken, um die Durchsetzung der Ersatzansprüche der Investmentaktiengesellschaft gegen die Verwaltungsgesellschaft zu erwirken. Im Interesse eines gleichwertigen Anlegerschutzniveaus muss die für die fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft bestellte Depotbank daher berechtigt und verpflichtet sein, die Schadensersatzansprüche der Aktionäre gegen die Verwaltungsgesellschaft geltend zu machen (§ 99 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 28 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 InvG)⁷⁴. Entsprechend der Rechtslage bei Sondervermögen ist die gesetzliche Prozessstandschaft der Depotbank auf Aktionärsansprüche beschränkt, die den Ausgleich mittelbarer Schäden auf Leistung in das Gesellschaftsvermögen zum Inhalt haben (Beispiel 1). Der unmittelbar geschädigte Aktionär kann bei der Durchsetzung seines Schadensersatzanspruchs daher nicht auf die Hilfe der Depotbank zurückgreifen (Beispiel 2).

⁷⁰ Nach allg. Meinung haftet die das Sondervermögen verwaltende Kapitalanlagegesellschaft ihren Anlegern für die Verletzung des Investmentvertrags auf Schadenersatz gemäß §§ 675 Abs. 1, 611, 280 Abs. 1 BGB.

⁷¹ *Beckmann*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Fn. 5), § 28 Rn. 15, 21; *Reiss* (Fn. 49), S. 346 f.

⁷² Vgl. *Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576*, S. 84 li. Sp., 85 re. Sp.; *Eckhold, ZGR 2007*, 654, 694 f.

⁷³ *Begr. RegE, BT-Drs. 16/5576*, S. 83 li. Sp.; *BT-Drs. 15/1553*, S. 104 li. Sp.: organisationsrechtliche Form eines Investmentfonds.

⁷⁴ Das Recht und die Pflicht des Vorstands der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft zur Geltendmachung der Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen die Verwaltungsgesellschaft bleiben unberührt.

E. Ergebnisse

1. Die fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft haftet ihren Aktionäre nur in engen Grenzen für die von der Verwaltungsgesellschaft verursachten Schäden. Der Anspruch auf Schadensersatz gemäß §§ 280 Abs. 1, 278 BGB setzt die Verletzung einer konkreten, der Investmentaktiengesellschaft aufgrund der mitgliedschaftlichen Sonderrechtsbeziehung zu ihren Aktionären obliegenden Sorgfaltspflicht voraus. Sind die Aktionäre, wie es regelmäßig der Fall ist, nur mittelbar durch einen Schaden der Gesellschaft betroffen, haben sie keinen Schadensersatzanspruch gegen „ihre“ Gesellschaft.

2. Die Verwaltungsgesellschaft ist den Aktionären der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft für die im Rahmen ihrer Tätigkeit entstandenen Schäden gemäß § 280 Abs. 1 BGB wegen Verletzung des gesetzlichen Schuldverhältnisses verantwortlich. Das gesetzliche Schuldverhältnis hat seinen Rechtsgrund in der besonderen Verantwortung, die das Investmentgesetz der Verwaltungsgesellschaft zum Schutz der Aktionärsinteressen auferlegt. Die Verwaltungsgesellschaft wird bei der Wahrnehmung der ihr übertragenen Aufgaben nicht als „verlängerter Arm“ der Investmentaktiengesellschaft tätig, sondern nimmt im „Investment-Viereck“ eine selbständige, an den Aktionärsinteressen ausgerichtete Stellung ein. Weiterhin können Schadensersatzansprüche der Aktionäre gegen die Verwaltungsgesellschaft wegen Verletzung eines Schutzgesetzes gemäß § 823 Abs. 2 BGB bestehen. Das Recht und die Pflicht der Depotbank zur Durchsetzung der Ansprüche der Aktionäre gegen die Verwaltungsgesellschaft entsprechend § 28 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 InvG vervollständigen den haftungsrechtlichen Schutz der Aktionäre der fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von
Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten
Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)
- 76 Andreas Cahn/
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.
WpHG und § 244 AktG
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als
Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?

- 82 Günther M. Bredow/
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
- 86 James D. Cox,
Randall S. Thomas,
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,
James D. Cox,
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems
- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied
- 94 Ulrich Seibert,
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in :Der Konzern 2009, 7-17)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis

- 97 Theodor Baums,
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled
Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur
MPS-Entscheidung des BGH
(publ. in : Der Konzern 2009, 67-80)
- 99 Melanie Döge,
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem
Ansatz
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT