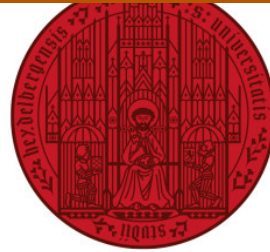




JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – ein Trust? Ein Vergleich der Grundlagen des Deutschen und US-Amerikanischen Investmentrechts“

Dissertation vorgelegt von Andreas Erhard Johannes Dehio

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. Thomas Pfeiffer

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dres h.c. Herbert Kronke

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

Zusammenfassung¹

November 2015²

A. Hintergrund und Fragestellung

Der Trust wird häufig als die größte Errungenschaft des englischen Rechts und als besonderes Produkt der Equity-Rechtsprechung bezeichnet. Angeblich ist dieses Rechtsinstitut in anderen Rechtsordnungen wie etwa dem deutschen Recht unbekannt.³ Der Bundesgerichtshof hat in einem Urteil die Ansicht vertreten, das Rechtsinstitut Trust sei nicht mit der Systematik des deutschen Sachenrechts vereinbar.⁴

Sowohl in den USA als auch in Deutschland existiert ein erfolgreicher rechtlicher Rahmen für Investmentfonds. In den USA basiert dieser zumindest zum Teil auf den Prinzipien des Trust-Rechts. Folgt man dem von *Zweigert* und *Kötz* als nahezu grundgesetzgleichem Phänomen der Rechtsvergleichung bezeichneten Ansatz, dass verschiedene Rechtsordnungen trotz aller Unterschiede in historischer Entwicklung, systematisch-theoretischem Aufbau und Stil der praktischen Anwendung, bei der Regelung gleicher Lebensfragen oft zu gleichen oder doch verblüffend ähnlichen Lösungen gelangen⁵, stellt sich die Frage, inwieweit diese These auch auf den Bereich der Investmentfonds zutrifft.

Ziel der Arbeit ist es, zu untersuchen, inwieweit daher die eingangs geschilderten Aussagen vor dem Hintergrund bestehen können, dass im deutschen Investmentrecht durch das Rechtskonstrukt des Investmentsondervermögens ein Instrument bekannt ist, bei dem wie bei einem Trust eine Vermögensmasse treuhänderisch und haftungssepariert verwaltet wird.

B. Vorgehensweise

Zur Untersuchung dieser Fragestellung orientiert sich die Arbeit an der Methode der gesonderten Länderberichte, die jeden Rechtskreis einzeln und ohne kritische Wertung, allerdings unter Beschränkung auf die für die funktionale Vergleichung relevanten Aspekte, darstellt.

In Abwandlung dieser grundsätzlichen Vorgehensweise und zur stärkeren Fokussierung auf den Common-Law-Trust findet in der Arbeit zunächst eine allgemeine Untersuchung des Rechtsinstituts statt, die eine Grunddefinition des Begriffs „Trust“ mit der Konkretisierung notwendiger Wesensmerkmale als sogenannte *key elements* oder „Hauptmerkmale“ zum Ergebnis hat. Da für diese Definition das Verständnis der historischen Wurzeln des Common-Law-Trust wesentlich ist, wird dessen Entwicklungsgeschichte dabei zunächst kurz nachgezeichnet.

¹ Die Arbeit erscheint im Verlag Dr. Kovač.

² Die Arbeit wurde in den Jahren 2005-2010 erstellt. Maßgebliche Überlegungen zu den Untersuchungen des US-Rechts sind das Resultat eines gemeinsamen Forschungsprojekts mit Prof. Charles E. Rounds Jr., Suffolk University Law School, Boston in den Jahren 2005-2007.

³ Vgl. *Daragan*, Trusts und gespaltenes Eigentum, ZEV 2007, S. 204.

⁴ *BGH*, Urt. v. 13.06.1984 – IVa ZR 196/82, GmbHR 1985, 86.

⁵ *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiet des Privatrechts, 3. Auflage, Tübingen 1996, S. 40.

In einem weiteren Schritt erfolgt im zweiten Kapitel der eigentliche Länderbericht, in dem das Recht der US-Investmentfonds dargestellt wird und die zuvor entwickelten Hauptmerkmale des Trust anhand ihrer Umsetzung und Anwendung im Bereich von Investmentfonds aufgezeigt werden. Im Rahmen dieses Länderberichtes wird dabei auch die historische Entwicklung des Fondswesens unter Einbeziehung der Umstände behandelt, die zur Entstehung der Weltwirtschaftskrise in den 1920er Jahren führten. Im Anschluss befasst sich der Länderbericht mit dem derzeitigen Aufsichtsrecht für US-Mutual-Funds, wobei gezeigt wird, dass die aus dem ersten Kapitel bekannten Hauptmerkmale des Trust-Rechts die Basis für die aufsichtsrechtlichen Regeln darstellen.

Im dritten Kapitel beschreibt ein weiterer Länderbericht das Recht der deutschen Investmentfonds unter Einbeziehung der europarechtlichen Vorgaben, die das deutsche Investmentrecht in großen Teilen beeinflussen. Wenngleich der Vollständigkeit halber auch körperschaftlich strukturierte Investmentfonds behandelt werden, gilt der Schwerpunkt der Darstellung der Umsetzung des Fondsgedankens durch die Verwendung treuhänderisch verwalteter Sondervermögen. Schließlich wird auf die haftungsrechtlichen Fragen eingegangen, die sich durch die Eingliederung einer Fonds-Verwaltungsgesellschaft in eine Bankengruppe stellen.

Im Anschluss an den deutschen Länderbericht erfolgt im vierten Kapitel der eigentliche Vergleich, bei dem die im ersten Kapitel festgestellten Hauptmerkmale auf ein deutsches Investmentsondervermögen angewendet werden. Methodisch orientiert sich dieser Vergleich an den zuerst entwickelten Trust-Merkmalen. Dabei wird untersucht, inwieweit diese Merkmale bei einem deutschen Sondervermögen des Investmentgesetzes erfüllt sind.

C. Definition des Trust

Für das deutsche Investmentrecht besteht mit § 2 Abs. 2 InvG eine Legaldefinition des Sondervermögens. Um den Trust zu definieren, ist es erforderlich, sich einer Begriffsbestimmung über seine wesentlichen Merkmale und seiner verschiedenen Anwendungsgebiete zu nähern, zu denen auch der moderne Mutual-Fund gehört.

Der Common-Law-Trust hat als Rechtsinstitut keine eigene Rechtspersönlichkeit. Das vom *settlor* als Trust-Vermögen benannte Vermögen wird von einem *trustee* zu Gunsten eines *beneficiary* verwaltet. Die Stellung des *trustee* im Verhältnis zum *beneficiary* ist historisch durch die Trennung von Common Law und Equity geprägt und äußert sich auch heute noch in der Form, dass der *trustee* Eigentümer des Trust-Vermögens wird, der *beneficiary* aber eine eigene Rechtsposition durch das Equitable-Interest erhält.

Die Hauptmerkmale, die dem Rechtsinstitut Trust seine besondere Struktur geben, zeigen sich im Verhältnis des *trustee* zum *beneficiary*. Damit ein Rechtsverhältnis als Trust klassifiziert werden kann, müssen die drei Hauptmerkmale „Separierung des Trust-Vermögens“ (*segregation of assets*), „fiduziarische Pflichten“ (*fiduciary duties*) und „Equity-Rechtsbehelfe“ (*equitable remedies*) auf das Verhältnis des Verwalters gegenüber den Begünstigten Anwendung finden.

Während der Begriff der Separierung des Trust-Vermögens die Trennung des Trust-Vermögens vom eigenen Vermögen des *trustee* sicherstellt, behandeln die fiduziarischen Pflichten die strengen Loyalitäts- und Sorgfaltspflichten, die ein *trustee* bei der Verwaltung

des Trust beachten muss und für deren Verletzung er im Rahmen der Equity-Rechtsbehelfe gegenüber den *beneficiarys* haftet.

D. US-Mutual-Funds

Aufbauend auf der Definition des Common-Law-Trust mit seinen Hauptmerkmalen, zeigt das dritte Kapitel am Beispiel der US-Mutual-Funds, wie diese Hauptmerkmale in der Praxis zur Anwendung kommen. Damit wird die Basis zur Beantwortung der zu untersuchenden Frage gelegt, ob die einen Trust definierenden Hauptmerkmale eine Entsprechung im deutschen Investmentrecht finden. Dazu wird folgendes festgestellt:

Ein Anwendungsgebiet des Common-Law-Trust ist der Bereich der kollektiven Kapitalanlage. Dabei sind die meisten Mutual-Funds in der Form von *business trusts* organisiert. Bei diesen Trusts nehmen die Anleger sowohl die Stellung des *settlor* als auch des begünstigten *beneficiary* ein. Dazu zahlen sie ihr gewünschtes Investment an einen *trustee*, der üblicherweise von einer als Sponsor tätigen Fondsgesellschaft beauftragt wird. Im Gegenzug wird die Equity-Rechtsposition am Trust-Vermögen durch *shares of beneficial interest* verbrieft, die die Anleger erhalten.

Da es sich bei einem trust-basierten Mutual-Fund im Kern um einen Common-Law-Trust handelt, gelten für solche Fonds neben den speziellen investmentrechtlichen Regulierungsvorgaben des *Investment Companies Act* und des *Investment Advisers Act* die allgemeine Regeln, die im zweiten Kapitel dargestellt wurden.

Unabhängig davon, dass zahlreiche Regeln des von der SEC überwachten *Investment Companies Act* eine Konkretisierungen der allgemeinen fiduziarischen Pflichten sind, ist der *trustee* eines Mutual-Fund gehalten, das ihm anvertraute Investmentvermögen von seinem eigenen Vermögen zu separieren und bei der Fondsverwaltung die speziellen Treue- und Sorgfaltspflichten eines Fiduziars zu beachten. Verstößt ein Mutual-Fund-Trustee gegen eine solche Pflicht, können die Anleger als Begünstigte auf der Grundlage von Equity-Rechtsbehelfen gegen ihn vorgehen.

Im Rahmen der Equity-Rechtsbehelfe besteht aufgrund der besonderen Ausgestaltung von trust-basierten Mutual-Funds die Möglichkeit, dass sowohl der *trustee* als auch eine dritte Person persönlich gegenüber den Anlegern haften. Dies ist dann der Fall, wenn die Dritten im Wege einer *agency* vom *trustee* beauftragt worden sind. Üblicherweise wird der Sponsor eines Fonds von den von ihm bestellten *trustees* in dieser Weise beauftragt und übernimmt gegen Gebühren umfangreiche Verwaltungsaufgaben für den Fonds. Damit haften unter Umständen sowohl der *trustee* als auch der den Fonds lancierende Sponsor gegenüber den Anlegern.

E. Deutsche Investmentfonds

Im Rahmen der Analyse des investmentrechtlichen Sondervermögens wird im vierten Kapitel das Grundkonzept des Sondervermögens des Investmentgesetzes mit den Bestandteilen „Separierung“, „Fremdverwaltung“, „Investmentdreieck“ und „Pflichtbindung der Kapitalanlagegesellschaften“ untersucht, um später dieses Grundkonzept mit den Hauptmerkmalen des Trust-Rechts vergleichen zu können. Dabei wird ein besonderer Fokus auf das Rechtsinstitut der Treuhand gelegt, bevor die Analyse der Sondervermögen mit einer Betrachtung der Miteigentumslösung abgerundet wird.

Spezifische Probleme deutscher Investmentfonds in Bezug auf die Stellung der Depotbank, die Stimmrechtsausübung für das Sondervermögen und die denkbare „Bankenhörigkeit“ der Kapitalanlagegesellschaften leiten schließlich zu den haftungsrechtlichen Fragen über, die sich bei einem Investmentfonds stellen und später für den Vergleich mit dem Hauptmerkmal der Equity-Rechtsbehelfe des Trust-Rechts wesentlich sind. Ein Großteil dieser Fragen betrifft die mögliche Haftung der Depotbank oder des Mutterinstituts einer Kapitalanlagegesellschaft etwa über den Weg einer konzernrechtlichen Durchgriffshaftung oder einer Patronatserklärung. Dabei wird folgendes festgestellt:

Das deutsche Investmentgesetz bildet als einzelstaatliche Regelung einen engen Rahmen für die Strukturierung von Fondslösungen in Deutschland, der zunehmend durch Vorgaben des EU-Richtliniengebers vereinheitlicht wird.

Innerhalb des vorgegebenen Kontextes können in Deutschland insbesondere Investmentsondervermögen aufgelegt werden, die von einer Kapitalanlagegesellschaft treuhänderisch verwaltet werden. Die Rechte und Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft bei der Verwaltung der Sondervermögen werden dabei durch das Investmentgesetz, die besondere Stellung der Kapitalanlagegesellschaft als Treuhänderin und die Anlagegrundsätze des einzelnen Fonds bestimmt.

In diesem Pflichtenkatalog sind zwei Punkte von besonderer Bedeutung: Erstens die Verpflichtung zur Vermögenstrennung und zur Einbeziehung einer Depotbank als Verwahr- und Kontrollstelle sowie zweitens die Pflicht, die Sondervermögen im ausschließlichen Interesse der Anleger zu verwalten.

F. Das Sondervermögen als Trust

Nachdem in den Kapiteln 2 und 3 isoliert die Grundlagen des deutschen und US-amerikanischen Investmentrechts anhand des Trust und des Investmentsondervermögens untersucht werden, kann im vierten Kapitel auf der Basis der bisherigen Ergebnisse die zentrale Frage der Untersuchung beantwortet werden. Über die Anwendung der drei Hauptmerkmale (i) Separierung des Trust-Vermögens, (ii) fiduziarische Pflichten und (iii) Equity-Rechtsbehelfe erfolgt ein Vergleich der allgemeinen Treuepflichten und der Haftung Dritter. Dabei wird folgendes festgestellt:

1. Ein deutsches Investmentsondervermögen erfüllt sämtliche Hauptmerkmale eines Common-Law-Trust.
2. Dies gilt nicht nur für augenscheinliche Vergleichbarkeiten wie die in beiden Rechtsordnungen notwendige Trennung des verwalteten Vermögens vom eigenen Vermögen des Verwalters, sondern auch für die bei der Verwaltung zu beachtenden Sorgfalts- und Treuepflichten sowie die Rechtsbehelfe, die einem Anleger bzw. Begünstigten bei einem Fehlverhalten des Verwalters möglich sind.
3. Auch wenn die strenge Loyalitätspflicht des Trust-Rechts formal deutlich weitreichender erscheint, als dies im deutschen Investmentrecht der Fall ist, kann festgestellt werden, dass die Absicherung der Anleger dadurch nicht beeinträchtigt oder verbessert wird. Ein deutscher Anleger ist im gleichen Maße gegenüber dauerhaften Vermögensverlusten durch ein Fehlverhalten der

Kapitalanlagegesellschaft geschützt, wie dies ein *beneficiary* bei Fehlern des *trustee* ist.

4. Schließlich führen auch die Eingriffs- und Schadensersatzmöglichkeiten, die in den beiden Rechtsordnungen bestehen und die im Common Law als Equity-Rechtsbehelfe bekannt sind, zu identischen Ergebnissen, und sind insoweit vergleichbar.

G. Fazit

Im Ergebnis steht damit fest, dass eine bestimmte Konstellation von Rechtsbeziehungen im deutschen Investmentrecht existiert, die man im Common Law als Trust bezeichnen würde.

Die Aussage, das deutsche Recht kenne die Rechtsfigur des Trust nicht, ist damit nur teilweise richtig. Zwar findet das allgemeine Institut des Trust im deutschen Recht keine direkte Entsprechung, mit dem investmentrechtlichen Sondervermögen besteht aber eine Rechtsbeziehung, die sämtliche Voraussetzungen erfüllt, die man typischerweise als für einen Trust qualifizierend fordern muss.

* * * *