

GREGOR LEONARD NEBEL

DCF-Prinzipien im Kollektivanlagen- und Schadensrecht

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
110*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

110



Gregor Leonard Nebel

DCF-Prinzipien im Kollektivanlagen- und Schadensrecht

Zur Relevanz der ökonomischen Vermögensbewertung
im rechtlichen Kontext

Mohr Siebeck

Gregor Leonard Nebel, geboren 1992; Studium der Rechtswissenschaften und LL.M.oec. an der Universität Halle-Wittenberg und an der Columbia University in the City of New York; Wissenschaftlicher Mitarbeiter in einer Wirtschaftskanzlei in Frankfurt am Main; Promotion (Bucerius Law School); Rechtsreferendariat am OLG Naumburg.
orcid.org/0000-0003-1644-5795

ISBN 978-3-16-162318-9 / eISBN 978-3-16-162358-5

DOI 10.1628/978-3-16-162358-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2023 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck aus der Times gesetzt, von auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Frühjahr 2022 vom Promotionsausschuss der Bucerius Law School, Hochschule für Rechtswissenschaften in Hamburg, als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung hat am 06. Juli 2022 stattgefunden.

Besonders möchte ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Christoph Kumpan danken, der mich von Anfang an bei meiner Dissertation begleitet hat. Seine Begeisterung für meine Ideen und seine Denkanstöße waren für mich während der gesamten Arbeit von großem Nutzen.

Ebenso möchte ich meinem Zweitkorrektor Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer für seine sachkundigen Anmerkungen und sein tatkräftiges Engagement danken, das dazu beigetragen hat, dass die ökonomischen Aspekte meiner Arbeit adäquat zur Geltung kommen. Seine konstruktive Kritik hat mich dazu angeregt, meine Argumentation zu vertiefen und mein Wissen zu erweitern.

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einleitung	1
1. Teil: Ökonomische Grundlagen	7
1. Kapitel: Verschiedene Formen des Kapitaleinsatzes in der Wirtschaft und die Rolle der Kollektivanlage am Kapitalmarkt	9
2. Kapitel: Betrachtung innerer Werte: Der historische Ursprung der DCF-Formel und der DCF-Prinzipien	30
3. Kapitel: Marktpreise und ihre Bedeutung für die Kollektivanlage	46
4. Kapitel: Geschichte und Erscheinungsformen wertorientierter Anlage	69
2. Teil: Regulierung von Kollektivanlagevehikeln in Deutschland	83
1. Kapitel: OGAWs und AIFs i. S. d. KAGB als Vehikel der Kollektivanlage	85
2. Kapitel: Holdinggesellschaften i. S. d. Holdingausnahme in § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	141
3. Kapitel: Vermögensanlagen i. S. d. Vermögensanlagengesetzes als Vehikel der Kollektivanlage	181
3. Teil: DCF-Prinzipien im Schadensrecht	193
1. Kapitel: Relevanz der DCF-Prinzipien im Schadensrecht	195
2. Kapitel: Grundsätze der §§ 249ff. BGB	208
3. Kapitel: Bestimmung von Vermögensschäden i. S. d. §§ 249ff. BGB	225
4. Kapitel: Bemessungsgrundlagen der §§ 249ff. BGB	270
5. Kapitel: Sieglinde als Opfer eines unklaren Vermögensbegriffs	281

Fazit	285
Literaturverzeichnis	287
Materialverzeichnis	295
Sachregister	297

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einleitung	1
I. Fragestellung	1
II. Vorgehensweise	5
1. Teil: Ökonomische Grundlagen	7
<i>1. Kapitel: Verschiedene Formen des Kapitaleinsatzes in der Wirtschaft und die Rolle der Kollektivanlage am Kapitalmarkt</i>	<i>9</i>
I. Klassifikation der Kapitaleinsatzformen Spekulation, Investment/ Value Investing und Investition	9
1. Aktiver und passiver Einsatz von Geldkapital in der Wirtschaft	9
2. Spekulation und Investment als die beiden Formen der Kapitalanlage	10
II. Kollektivanlage und ihre Bedeutung in der Wirtschaft	14
1. Begriffsbestimmung „Kollektivanlage“	14
2. Gesellschaftliche Funktion der Kollektivanlage	15
a) Erste Funktion: Zurverfügungstellung von Geldkapital zur Finanzierung von Sachkapital als Produktionsfaktor in der Wirtschaft	15
aa) Anschauliche Darstellung der Ursprünge nach Turgot	15
bb) Kapital als problematischer Oberbegriff zu den Unterbegriffen Sach- und Geldkapital	16
cc) Sachkapital in der gesellschaftlichen Produktion	17
dd) Exkurs: Weitere Vorteile der sehr grundlegenden Sichtweise Turgots	18
ee) Kapitalanlage als belohnenswerter Konsumverzicht	21

ff) Der Produktionsfaktor Sachkapital als Zeuge von Wirtschaftswachstum	23
gg) Wettbewerb zwischen Geldkapitalgebern	25
b) Zweite Funktion: Arbeitsteilung und Spezialisierung	26
c) Zwischenergebnis	27
III. Zusammenfassung	28
<i>2. Kapitel: Betrachtung innerer Werte: Der historische Ursprung der DCF-Formel und der DCF-Prinzipien</i>	<i>30</i>
I. John Burr Williams (1900–1989) als möglicher Schöpfer	31
II. Irving Fisher (1867–1947) als weiterer möglicher Ideengeber	35
III. John Rae und Eugen von Böhm-Bawerk als Quelle der DCF-Prinzipien	37
1. John Rae (1813–1893)	38
2. Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914)	39
IV. Das Wirken von Anne Robert Jacques Turgot und Adam Smith bei der Entwicklung der DCF-Prinzipien	40
1. Anne Robert Jacques Turgot (1727–1781)	40
2. Adam Smith (1723–1790)	42
V. Fazit zum Ursprung der DCF-Formel und -Prinzipien	42
VI. Darstellung der DCF-Prinzipien als Formel	43
VII. Zusammenfassung	45
<i>3. Kapitel: Marktpreise und ihre Bedeutung für die Kollektivanlage</i>	<i>46</i>
I. Rechtlichen Rahmenbedingungen der Marktpreisbildung	46
1. Allgemeines	46
2. Die Bedeutung der Multilateralität bei der Preisbildung	47
3. Referenzwirkung als Konsequenz multilateraler Preisbildung	48
II. Preise als Vorstellung der unterliegenden Werte	50
1. Orientierung am Gruppenverhalten als Problem für Anlageentscheidungen	50
2. Marktpreise als Mindermeinungen	51
III. Negatives Framing von Short-Selling und die Folgen für eine effektive Preisbildung	52
1. Der Begriff „Short-Selling“	52
2. Grund für die Regulierung von Short-Selling	54
3. Die Erfüllungsgefahr beim Short-Selling	55
4. Volatilität und Short Squeezes durch Short-Selling	56
a) Allgemeines	56
b) Short Squeeze aufgrund von Nachrichten	57

c) Volatilität und ungedeckte Leerverkäufe	58
5. Verstärkte Abwärtsspiralen als befürchtete Folgen und Short-Selling in Ausnahmesituationen	59
a) Allgemeines	59
b) Der Fall Wirecard	60
c) Kritik an der Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen	61
d) Mögliche Rolle von Anreizen bei den Versäumnissen in Bezug auf Wirecard	62
e) Zwischenergebnis	63
6. Der Vorwurf der moralischen Verwerflichkeit	63
a) Allgemeines	63
b) Ungenügende Differenzierung zwischen Ertrag und Preis eines Unternehmens	64
c) Die Moral in der Preisentwicklung	65
d) Unmoralisches Sparen als Konsequenz unmoralischer Leerverkäufe	65
7. Auswirkungen auf das Bewertungsniveau und mögliche Folgen für die Kollektivanlage	66
8. Zusammenfassung	67
<i>4. Kapitel: Geschichte und Erscheinungsformen wertorientierter Anlage</i>	69
I. Verschiedene Erscheinungsformen echter wertorientierter Anlage . .	69
1. Die Anfänge wertorientierter Anlage am Kapitalmarkt unter Benjamin Graham (1894–1976)	69
a) Grahams Anlageansatz	69
b) Kein genotypisch andersartiger Anlagestil trotz phänotypischen Eigenheiten	70
c) Zwischenergebnis	73
2. Die Weiterentwicklung der wertorientierten Anlage durch Warren Buffett (*1930)	74
a) Buffetts Anlageansatz	74
b) Wirtschaftliche Motive der Weiterentwicklung	75
c) Zwischenergebnis	76
II. „Growth-Investing“ als Form von unechter wertorientierter Anlage .	77
1. Hintergründe	77
2. Vermeintliche Gemeinsamkeiten und Unterschiede von (Value) Investing und „Growth-Investing“	77
a) Vermeintliche Unterschiede	77
b) Fehlende Begründung der vermeintlichen Unterschiede	78

c) Unterstellte Eigenart von (Value) Investoren	79
d) Vermeintlich gleicher Wert an unterschiedlichen Stellen	79
e) Unterschiede der wissenschaftlichen Fundamente	80
3. Zwischenergebnis	81
III. Zusammenfassung	81
2. Teil: Regulierung von Kollektivanlagevehikeln in Deutschland	83
1. Kapitel: OGAWs und AIFs i. S. d. KAGB als Vehikel der Kollektivanlage	85
I. Grundsätzliche Typisierung von Investmentvermögen nach § 1 KAGB	86
1. Allgemeines	86
a) Materieller Fondsbegriff als Ausgangspunkt	86
b) Abweichende Begriffsverwendung in der Praxis	87
c) Zwischenergebnis	87
2. Organismus im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	87
3. Gemeinsame Anlage im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	88
4. Anzahl von Anlegern im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	89
5. Einsammeln von Kapital im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	90
6. Festgelegte Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	92
a) Der Übersetzungsfehler beim Tatbestandsmerkmal der Anlagestrategie (gemeint ist <i>Anlagepolitik</i>)	93
aa) Hinweise auf unterschiedliche Begriffe bei „Anlagestrategie“ und „Anlagepolitik“	94
bb) Verständnis des Gesetzgebers von „Anlagestrategie“ und „Anlagepolitik“	99
(1) ESMA-Leitlinien als möglicher Ausgangspunkt	99
(2) Zweigliedrigkeit der Begriffe	100
(3) Der Verlust der Zweigliedrigkeit im Auslegungsschreiben der BaFin	101
(4) Die Indizien der ESMA für das Vorliegen einer Anlagepolitik/investment policy	101
(5) Rückschlüsse aus den Indizien der ESMA	104
cc) Definition von „Anlagestrategie“ und „Anlagepolitik“	105
dd) Zwischenergebnis	106
b) Weitere Problempunkte des Tatbestandsmerkmals der „Anlagestrategie“ (gemeint ist Anlagepolitik)	106

aa) Anforderung der Einschränkung der Handlungsspielräume der KVG durch Bestimmtheit der Anlagepolitik/investment policy	106
(1) Hintergrund	106
(2) Das Potential willkürlicher Ergebnisse in der Praxis	107
(3) Zwischenergebnis	108
bb) Problematik der Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) als notwendige Voraussetzung für eine Tatbestandseröffnung	109
(1) Hintergrund	109
(2) Das Merkmal der Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) auf der Rechtsfolgenseite	110
(3) Übersetzungsfehler beim Merkmal der Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) auf der Rechtsfolgenseite	111
(4) Folgen einer Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) als notwendige Voraussetzung für eine Tatbestandseröffnung	111
(5) Folgen einer Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Anlagestrategie (gemeint ist Anlagepolitik) als notwendige Voraussetzung im Falle von Blind-Pool-Fonds	112
cc) Zwischenergebnis	114
7. Zum Nutzen der Anleger im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	114
a) Allgemeines	114
b) Nutzen von Fremdkapitalgebern	115
c) Art des Anlegernutzes	116
8. Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	116
9. Einordnung von Investmentvermögen als wertorientiert oder spekulativ agierende Vehikel anhand der Anlagetätigkeit	117
a) Investmentvermögen i. S. d. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB als zumindest auch spekulativ agierende Vehikel	117
b) Investmentvermögen i. S. d. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB als möglicherweise nicht nur spekulativ agierende Vehikel	119
aa) Bedingungen für eine Typisierung von Investmentvermögen i. S. d. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB als nicht nur spekulativ agierende Vehikel der Kollektivanlage	119

bb) Typische Elemente einer Anlagepolitik/investment policy als möglicher Ansatzpunkt für eine nicht nur spekulativ ausgerichtete Anlagetätigkeit von Investmentvermögen i. S. d. § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB	120
(1) Einhaltung von Mindesthaltedauern	120
(2) Einschränkung der Anlage in nur bestimmte Kategorien von Vermögenswerten	122
(3) Einschränkung der Anlage in nur bestimmte geografische Gebiete	122
(4) Einschränkung des Einsatzes von Leverage	123
(5) Einschränkungen zur Risikostreuung	124
(6) Verfolgung bestimmter Anlagestrategien/investment strategies	124
c) Zwischenergebnis	125
II. Differenzierung zwischen einzelnen Investmentvermögen nach dem KAGB	126
1. Unterscheidung zwischen OGAWs und AIFs nach dem KAGB	126
a) Hintergrund der Unterscheidung zwischen OGAWs und AIFs	126
b) Inhalt der Unterscheidung zwischen OGAWs und AIFs	126
c) Zwischenergebnis	130
2. Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen nach dem KAGB	131
a) Hintergrund der Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen	131
b) Inhalt der Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen	131
c) Zwischenergebnis	132
3. Unterscheidung zwischen Publikumsinvestmentvermögen und Spezialinvestmentvermögen nach dem KAGB	133
a) Hintergrund der Unterscheidung zwischen Publikums- investmentvermögen und Spezialinvestmentvermögen	133
b) Anlegertypen im Rahmen der Unterscheidung zwischen Publikumsinvestmentvermögen und Spezialinvestmentvermögen	134
c) Zwischenergebnis	135
III. Organisatorische Besonderheiten von OGAWs und AIFs nach dem KAGB	136
1. Verwaltung	136
2. Verwahrung	138
3. Implikationen der Regelungen	138
IV. Zusammenfassung	139

<i>2. Kapitel: Holdinggesellschaften i. S. d. Holdingausnahme in § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB</i>	141
I. Keine deklaratorische Natur von § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	142
1. Literaturmeinung zur deklaratorischen Natur	142
2. Stellungnahme	142
3. Zwischenergebnis	145
II. Unternehmensgegenstand von Holdinggesellschaften i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	145
1. Begriffsbestimmung der drei Unterformen der Beteiligung i. w. S. d. KAGB	146
a) Der Begriff „Tochterunternehmen“ i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	146
b) Der Begriff „Verbundene Unternehmen“ i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	146
c) Der Begriff „Beteiligungen“ i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	147
aa) Unterschiede zum Beteiligungsbegriff in § 271 Abs. 1 HGB	147
bb) § 271 Abs. 1 HGB als Grundlage einer Definition des Beteiligungsbegriffs i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	148
cc) Eigenkapitalinstrumente als Beteiligungen i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	150
(1) Stammaktien eines potentiellen Tochterunternehmens als Beteiligung i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	150
(2) Eigenkapitalbeteiligungen ohne Potential zum Tochterunternehmen als Beteiligung i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	150
(a) Kein Hinweis im Gesetz	151
(b) Faktischer Ausschluss des Entstehens eines Tochterunternehmens durch Mehrheitsaktionär	151
(c) Keine Differenzierung im KAGB anhand von Stammaktienstruktur	152
(d) Unterschiedliches Stimmrecht in Rechtsordnungen unter der AIFM-RL	153
(e) Gefahr einer Short Squeeze ähnlichen Situation	154
(f) Fazit: Entstehung eines Tochterunternehmens keine Voraussetzung des Beteiligungsbegriffs i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	155
dd) Fremdkapitalinstrumente als Beteiligung i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	156
ee) Ergebnis: Definition des Begriffs der Beteiligung i. e. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB	157

2.	Halten von Beteiligungen i. w. S. d. KAGB, um deren langfristigen Wert zu fördern i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 lit. a KAGB	158
a)	Wortlautauslegung – eigene Wertsteigerung durch die Beteiligungen	158
b)	Wortlautauslegung – aktivistische Wertsteigerung durch die Holding	158
aa)	Abgleich mit den Tätigkeiten von Holdings in der Praxis	159
	(1) Berkshire Hathaway als Praxisbeispiel	159
	(2) Shell als Praxisbeispiel	160
	(3) Zwischenergebnis	160
bb)	Empirie aktivistischer Tätigkeiten	160
c)	Änderungsvorschlag und Unvereinbarkeit mit dem gesetzgeberischen Willen des Wortlauts von § 2 Abs. 1 Nr. 1 lit. a KAGB	161
3.	Auf eigene Rechnung tätig oder spezieller Gründungszweck nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 lit. b KAGB	163
a)	Auf eigene Rechnung tätig i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 lit. b bb KAGB	163
b)	Spezieller Gründungszweck nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 lit. b bb KAGB	163
aa)	Inhalt der Regelung	163
bb)	Inkonsistenz des Wortlauts bei den drei Varianten der Beteiligung i. w. S. d. KAGB	164
III.	Abgrenzung von Holdinggesellschaften i. S. d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 KAGB zu anderen Vehikeln	166
1.	Abgrenzung zu Finanzholding-Gesellschaften	166
2.	Abgrenzung zu Private-Equity-Fonds und Venture-Capital-Fonds	166
a)	Private Equity und Venture Capital	167
aa)	Qualifizierte Venture-Capital-Fonds	168
bb)	Die gesetzgeberische Vorstellung von Private-Equity-Fonds und Venture-Capital-Fonds	168
cc)	Standpunkte in der Literatur	170
	(1) Abgrenzung anhand des Stimmrechtserwerbs	171
	(2) Abgrenzung anhand des Risikograds	172
dd)	Stellungnahme	172
b)	Inhalt der Abgrenzung zur Holding	173
3.	Abgrenzung zu ELTIFs	175
a)	Hintergründe	175
b)	Der Begriff „ELTIF“	175
aa)	Allgemeines	175

bb) Langfristige Ausrichtung von ELTIFs	176
cc) Zulässige Abweichung von der Anlagebeschränkung im Einzelfall	177
c) Inhalt der Abgrenzung	178
IV. Zusammenfassung	179
<i>3. Kapitel: Vermögensanlagen i. S. d. Vermögensanlagengesetzes als Vehikel der Kollektivanlage</i>	
I. Angebot i. S. d. VermAnlG	181
1. Allgemeines	181
2. Keine Definition im VermAnlG	181
3. Mögliche Begriffsbestimmung	183
4. Keine Eröffnung des Anwendungsbereichs bei reiner Anlegerinitiative	183
5. Vom Willen des Gesetzgebers gedecktes Ergebnis	185
6. Zwischenergebnis	186
II. Vermögensanlagen i. S. d. VermAnlG	186
1. Kein anderer erfüllter Tatbestand	186
2. § 1 Abs. 2 Nr. 1–7 VermAnlG	187
a) Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG	187
b) Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen), § 1 Abs. 2 Nr. 2 VermAnlG	187
c) Partiarische Darlehen, § 1 Abs. 2 Nr. 3 VermAnlG	188
d) Nachrangdarlehen, § 1 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG	188
e) Genussrechte, § 1 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG	188
f) Namensschuldverschreibungen, § 1 Abs. 2 Nr. 6 VermAnlG	189
g) Sonstige Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen, § 1 Abs. 2 Nr. 7 VermAnlG	189
III. Vergleich mit anderen Kollektivanlagen	190
IV. Zusammenfassung	191
 3. Teil: DCF-Prinzipien im Schadensrecht	 193
<i>1. Kapitel: Relevanz der DCF-Prinzipien im Schadensrecht</i>	
I. Essenz der DCF-Prinzipien	195
1. Der i. R. d. DCF-Prinzipien erfasste Vermögenswert	195

2.	Bedeutung der Verfügbarkeit einzelner Vermögensbestandteile	
i.	R. d. DCF-Prinzipien	196
3.	Zwischenergebnis	197
II.	Kontextunabhängige Gültigkeit der DCF-Prinzipien	197
1.	Ähnlichkeit eines DCF-Modells als Grund für	
Kapitalmarktassoziation		198
a)	Typische Fragestellung eines DCF-Modells	199
b)	Typische Fragestellung der Kapitalanlage	199
c)	Zwischenergebnis	200
2.	Gründe einer kapitalmarktunabhängigen Relevanz der	
DCF-Prinzipien		200
a)	Beispielfälle	200
aa)	Fall A	200
bb)	Fall B	201
cc)	Logischer Schluss	201
b)	Ökonomischer Hintergrund und die Tauschfunktion von Geld	202
aa)	Kapitalwert als unmittelbarer Referenzwert	202
bb)	Kapitalwert als mittelbarer Referenzwert	203
cc)	Exkurs: Grenznutzen von Konsum und Geldkapital	203
(1)	Hintergrund	203
(2)	Abnehmender Grenznutzen am Beispiel von	
Grundbedürfnissen		204
(3)	Abnehmender Grenznutzen von Einkommen bei	
Kahneman und Deaton		204
(4)	Abnehmender Grenznutzen von Geldkapital aufgrund	
abnehmenden Grenznutzens von Konsum		205
(5)	Möglicher Anstieg des Grenznutzens von Geldkapital	
bei bezweckter gesellschaftlicher Anerkennung		206
dd)	Zwischenergebnis	207
2.	<i>Kapitel: Grundsätze der §§ 249ff. BGB</i>	208
I.	Allgemeines zum Schadensrecht	208
II.	Zweck des Schadensrechts aus ökonomischer Sicht	209
1.	Allgemeines	209
a)	Primärkosten nach Calabresi	209
b)	Sekundärkosten nach Calabresi	210
c)	Tertiärkosten nach Calabresi	211
2.	Informationsprobleme bei der Schadensverminderung	212
a)	Allgemeines	212
b)	Die Situation im deutschen Recht	213

3.	Optimale Schadensvermeidung und Strafschadenersatz	215
a)	Allgemeines	215
b)	Das Problem teilweise folgelosen Schädigerhandelns	216
c)	Strafschadenersatz als Gegensteuerungsmöglichkeit	217
d)	Zwischenergebnis	218
4.	Zusammenfassung	218
III.	Zweck des Schadensrechts des BGB	219
IV.	Restitution und Kompensation nach §§ 249 ff. BGB	220
1.	Abgrenzung von Restitution und Kompensation	220
a)	Gestalt der Entschädigung bei Restitution und Kompensation	220
b)	Veranschaulichung der Gestalt der Entschädigung anhand eines einfachen DCF-Beispiels	221
c)	Qualitative Zusammensetzung und quantitativer Umfang von Vermögen	222
d)	Zwischenergebnis	222
2.	Schadenersatz als Unterform der Entschädigung	222
a)	Hintergrund	222
b)	Gesamtgesellschaftliche Betrachtung	223
c)	Bereits gebräuchliche Begrifflichkeiten	224
3. Kapitel:	Bestimmung von Vermögensschäden i. S. d. §§ 249 ff. BGB	225
I.	Vorüberlegung zum Vermögen aus rein wirtschaftlicher Sicht	225
1.	Uneindeutigkeit und subjektive Vorstellungen	225
2.	Abweichende Vorstellungen bei der Preisbildung	226
3.	Kumulativer Nutzenzuwachs durch abweichende Bewertungen	227
4.	Ausdruck des kumulativen Nutzenzuwachs bei fairen Bedingungen	227
5.	Abweichende Vorstellungen bei der Preisbildung von Finanztiteln und vergleichbarem Kontext	229
6.	Markteffizienzhypothese	230
7.	Die Begriffe „Marktpreis“, „Fairer Marktpreis“ und „innerer Wert“	230
8.	Wirtschaftliches Vermögen in Bezug auf rein kaufkraftbezogene Vermögenswerte und Transaktionen	231
9.	Wirtschaftliches Vermögen bei doppelter Verifizierbarkeit bei rein kaufkraftbezogenen Vermögenswerten und Transaktionen	232
10.	Wirtschaftliches Vermögen in Bezug auf Konsum	233
11.	Exkurs zu volkswirtschaftlicher Werthaltigkeit: objektiv gerechtfertigter, innerer Wert der DCF-Prinzipien und subjektiver Wert der Konsumenten im theoretischen Modell	234

a) Höherer volkswirtschaftlicher Kumulativnutzen und höherer innerer Wert durch Synergieeffekte	234
b) Pauschale Gleichsetzung von Endkonsumentennutzen und innerem Wert im Immobilienfall	235
c) Das Informationsproblem und mögliche Enttäuschung	236
d) Praktische Aspekte des Informationsproblems	237
e) Vorteilhafte Fehlertoleranz	238
f) Parallelen zur Markteffizienzhypothese	238
g) Zwischenergebnis	238
12. Volkswirtschaftlich schädliches Vermögen	239
13. Volkswirtschaftlicher Wert bei individueller Wertlosigkeit	239
14. Zwischenergebnis	240
II. Differenzhypothese als Ausgangspunkt	241
III. Der Vermögensbegriff als unklarer Ausgangspunkt	243
1. Sprachlich unklarer Ausgangspunkt	244
2. Sprachliche Unklarheit in Beispielfällen	244
a) Fall 1 – Öllache auf dem Grundstück	244
b) Fall 2 – Wertloser Außenspiegel	245
3. Sich daraus ergebende rechtliche Probleme	246
a) Allgemeines	246
b) Unterschiedliche Vermögensbegriffe als Konsequenz des Rechtszwecks	247
c) Zwischenergebnis	248
IV. Wirtschaftliches Vermögen und rechtlich geschütztes Vermögen	248
1. Unterscheidung zwischen wirtschaftlichem und rechtlich geschütztem Vermögen in der Rechtsprechung	249
2. Inkonsequente Unterscheidung	250
3. Unterschiedliche Herstellung im Beispielfall	250
4. Zusammenfassung	252
V. Bestimmung von Vermögensschäden durch die Rechtsprechung	252
1. Ausgangspunkt	252
2. Vermögenswerte Interessen bei geldwertem Vorteil	253
a) Abgrenzung zur objektiven Betrachtung unklar	253
b) Bestimmungszeitpunkt unklar	254
c) Zwischenergebnis	255
3. Vermögenswerte Interessen bei Kommerzialisierbarkeit	255
4. Vermischung der Kriterien und deren Anwendung im Pelzmantelfall	255
5. Zusammenfassung	257

VI. Ergebnis: Definition eines Vermögensbegriffs und eines Vermögensschadens	257
1. Herleitung des Vermögensbegriffs und des Vermögensschadens	257
2. Wertende Anpassung des Vermögensbegriffs	258
3. Unterschiede zwischen rein wirtschaftlichem und rechtlichem Vermögen im Detail	259
a) Allgemeines	259
b) Unterschied bei Nutzziehung aus Sachsubstanz durch den Geschädigten	259
aa) Käuflich erworbene Sachsubstanz	260
bb) Sachsubstanz als Selbsterzeugnis	260
cc) Nicht erzeugte und nicht gekaufte unverkäufliche Sachsubstanz	261
c) Unterschied bei Nutzziehung in Form von Benutzung der Sache durch den Geschädigten	262
aa) Nutzung käuflich erworbener Sachen	262
bb) Nutzung von Selbsterzeugnissen	263
cc) Nutzung von nicht erworbenen und nicht erzeugten Sachen	264
d) Unterschied bei gerechtfertigten Verkaufspreisen	264
e) Unterschied bei Erwerbspreisen	265
f) Spannungsfeld Affektionsinteresse	266
aa) Fall A	266
bb) Fall B	267
cc) Fall C	268
g) Zwischenergebnis	269
4. Fazit	269
<i>4. Kapitel: Bemessungsgrundlagen der §§ 249 ff. BGB</i>	<i>270</i>
I. Restitution nach § 249 BGB	270
1. Naturalrestitution in natura nach § 249 Abs. 1 BGB	272
2. Rechnerische Naturalrestitution nach § 249 Abs. 2 S. 1 BGB	272
II. Kompensation nach §§ 250 ff. BGB.	273
1. § 250 BGB	274
2. § 251 BGB	274
3. § 252 BGB	275
a) Hintergrund	275
b) Keine Kompensation bei Vermögenskomponenten ohne qualitative Eigenschaft	275
c) Keine bloße Chance zur Vermögensmehrung, sondern ein Ist-Zustand	276

d) Keine Entschädigung durch Kompensation mit der Kompensationswährung im Falle des Verlusts der Kompensationswährung	278
e) Zwischenergebnis	279
III. Zusammenfassung	280
5. Kapitel: <i>Sieglinde als Opfer eines unklaren Vermögensbegriffs</i>	281
Fazit	285
Literaturverzeichnis	287
Materialverzeichnis	295
Sachregister	297

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz (Absätze)
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Aktiengesellschaft
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds
AIF	Alternativer Investmentfonds
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BT	Bundestag
BWNNotZ	Zeitschrift für das Notariat in Baden-Württemberg
BörsG	Börsengesetz
CESR	Committee of European Securities Regulators
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted-Cash-Flow (Modell)
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
ELTIF-VO	Verordnung (EU) 2015/760 über europäische langfristige Investmentfonds
ELTIF	Europäischer Langfristiger Investmentfonds
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EU-Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps
EU	Europäische Union
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinA	Finanzausschuss
Fn.	Fußnote(n)
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HGB	Handelsgesetzbuch

i. e. S. d.	im engeren Sinne des
i. w. S. d.	im weiteren Sinne des
Inc.	Incorporation
InvStG	Investmentsteuergesetz
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
Lfg.	Lieferung
lit.	Literatur
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over-The-Counter
plc	Public Limited Company
PNAS	Proceedings of the National Academy of Sciences
Rdf	Recht der Finanzinstrumente
RegE	Regierungsentwurf
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
SI	Systematischer Internalisierer
UAbs.	Unterabsatz
UmsG	Umsetzungsgesetz
UrhG	Urheberrechtsgesetz
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VO	Verordnung
VW	Volkswagen
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium

Einleitung

I. Fragestellung

Nur auf den ersten Blick haben Dividende, Gesundheit, ein Schadenersatztitel und Maßnahmen zur Altersvorsorge wenig gemeinsam. Individuen verhalten sich grds. nutzenmaximierend.¹ Bei all den genannten Dingen kann aus menschlicher Perspektive konsequenterweise nur der in ihnen enthaltene Nutzen den eigentlich relevanten Kern darstellen. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich also, dass es sich im Wesentlichen immer um Nutzen handelt, auch wenn er in unterschiedlicher Form vorliegt. Ein Richter, der über einen Schadenersatzanspruch in seiner Höhe bestimmt und ein Aktienanalyst, der eine Aktie bewertet, widmen sich also im Kern der gleichen Aufgabe. Beide versuchen eine bestimmte Menge Nutzen korrekt zu ermitteln. Nur in der Ökonomie ist die Auseinandersetzung mit Nutzen ein Forschungsschwerpunkt. Die Rechtswissenschaft ist dagegen zur Lösung von komplizierteren Fällen auf die Erkenntnisse der Ökonomie angewiesen. Eine Untersuchung von Recht, die Fragen aufwirft, die nur in der Ökonomie, nicht aber in der Rechtswissenschaft selbst beantwortet werden, setzt daher einen interdisziplinären Untersuchungsansatz wie in dieser Arbeit voraus.

Der Kapitalmarkt bietet Anlegern die Möglichkeit, aus einem sich laufend erweiternden Spektrum an angebotenen Kollektivanlagen zu wählen. Im Rahmen dieser Arbeit bezeichnet „Kollektivanlage“ dabei eine Vorgehensweise, bei der Geldkapital mehrerer Anleger zunächst gebündelt und schließlich zentral verwaltet wird. Bekannte Vehikel, mit denen Kollektivanlage betrieben wird, sind etwa Aktienfonds, Holdinggesellschaften oder Hedgefonds. Die verschiedenen Vehikel unterscheiden sich beispielsweise durch ihre Anlegerzielgruppe, die Art der verfolgten Anlagestrategie, die relativen und absoluten Renditechancen sowie die Risiken, die sich aus der jeweiligen Anlagetätigkeit für das von Anlegern eingebrachte Geldkapital ergeben.

Die vielfältigen und komplexen Angebote der Praxis stellen hohe Anforderungen an den Gesetzgeber. Er hat die Aufgabe, eine Regulierung zu schaffen, die zu

¹ Zur Nutzenmaximierung allgemein siehe *Krugman/Wells*, Economics, 4. Aufl. 2015, S. 282 ff.; *Samuelson/Nordhaus*, Economics, 19. Aufl. 2009, S. 87 ff.

sinnvollen Ergebnissen führt, indem sie den Belangen aller Beteiligten bestmöglich gerecht wird. Diese Belange umfassen zum einen die Interessen der Anbieter von Anlagevehikeln, deren Leistungsfähigkeit durch Regulierung grds. belastet wird. Zum anderen muss der Gesetzgeber auch den Anlegerschutz berücksichtigen, dessen Stellenwert regelmäßig durch Skandale deutlich wird, die bei Anlegern zu großen Verlusten führen. Schließlich muss der Gesetzgeber auch für einen ausreichenden Schutz des Kapitalmarktes als System sorgen, der in der Vergangenheit auch durch Exzesse von Kollektivanlagevehikeln bedroht wurde.²

Die Antwort auf die Frage, wie Vermögenswerte im Allgemeinen zu bewerten sind, findet Ausdruck in den DCF-Prinzipien. Werden diese Prinzipien konkret zur Wertberechnung in einem Modell angewandt, spricht man von einem DCF-Modell. In dieser Arbeit wird die Verwendung des Begriffs „DCF-Modell“ nach Möglichkeit bewusst vermieden und stattdessen auf die dahinterstehenden Prinzipien, also die DCF-Prinzipien, abgestellt. Soll anhand der DCF-Prinzipien ein Vermögensgegenstand bewertet werden, sind sämtliche Möglichkeiten (ggfs. in diskontierter Form) zur Kapitalentnahme zu erfassen, die sich über die verbleibende Lebensdauer ergeben. In der Praxis werden jedoch häufig Varianten eines DCF-Modells genutzt, die derart komplex sind, dass die entscheidenden Implikationen in den Hintergrund treten.

Die Relevanz der DCF-Prinzipien wird vor allem im Kontext der Anlage am Kapitalmarkt offensichtlich.

Aus der Regulierung verschiedener Kollektivanlagevehikel lässt sich ableiten, wie der Gesetzgeber die Eignung dieser Vehikel zu verschiedenen Anlagetätigkeiten einschätzt. So lässt sich z. B. ableiten, ob der Gesetzgeber ein bestimmtes Vehikel aufgrund seiner Anlagetätigkeit nur für bestimmte oder für alle Anleger als geeignet erachtet.

Diese gesetzgeberischen Einschätzungen sind unter anderem für Anbieter von Kollektivanlagen relevant, um ein Vehikel anhand der jeweiligen Regulierung und entsprechend den eigenen Zielen und Ambitionen zu wählen.

Die vielfältigen Angebote an Kollektivanlagevehikeln sind auch für Anleger, die auf der Suche nach einem Vehikel sind, welches ihren Ansprüchen entspricht, eine Herausforderung. Dabei können sich Anleger an der Regulierung einzelner Vehikel und damit an den damit verbundenen Einschätzungen des Gesetzgebers orientieren.

In den letzten Jahren hat ein allgemein niedriges Zinsniveau dafür gesorgt, dass der Bedarf an Möglichkeiten zur Vermögensanlage bei Anlegern gestiegen ist. Durch Skandale wie zuletzt im Fall der Wirecard AG sind viele Anleger einer Vermögensanlage am Kapitalmarkt gegenüber skeptisch eingestellt. Der Frage

² Vgl. dazu *Zetzsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 428.

nach dem Risiko einer Kapitalanlage kommt dadurch für den durchschnittlichen Anleger eine besondere Bedeutung zu.³ Während sich manche Anleger selbst mit den Möglichkeiten der individuellen Kapitalanlage befassen, ist der Großteil der Anlegerschaft daran interessiert, die Anlage ihres Geldkapitals zu delegieren, indem sie in Kollektivanlagevehikel professioneller Anbieter anlegt.

Daraus folgt, dass insgesamt ein hoher Bedarf an Angeboten an publikumstauglichen Kollektivanlagen besteht, also solchen Kollektivanlagevehikeln, die für alle Arten von Anlegern geeignet sind. Dazu müssen entsprechende Kollektivanlagen auch für solche Anleger geeignet sein, die ihr Geldkapital vor allem keinen unüberschaubaren Risiken aussetzen wollen und bei der Anlage keine extremen Spekulationsgewinne erzielen möchten, sondern einen nachhaltigen Vermögenszuwachs zur Absicherung und Vorsorge wünschen.

In der vorliegenden Arbeit wird daher der Frage nachgegangen, welche gesetzgeberischen Einschätzungen sich aus der Regulierung verschiedener Kollektivanlagevehikel bzgl. ihrer Eignung für eine publikumstaugliche Kollektivanlage ableiten lassen. Damit verbunden ist die Untersuchung, ob diese Einschätzungen vor dem Hintergrund der Aussagen der DCF-Prinzipien zutreffend erscheinen.

Dabei beschränkt sich die Analyse auf solche Vehikel, bei denen die Kollektivanlageverwaltung klassisch durch einen oder mehrere Manager aktiv ausgeübt wird.

Die Unterscheidung zwischen der Spekulation und dem Investment/Value Investing als den beiden gegensätzlichen Formen der Kapitalanlage steht dabei zur Bewertung des Risikos verschiedener Anlagetätigkeiten im Mittelpunkt; dieses lässt sich mithilfe der DCF-Prinzipien ableiten.

Das rechtliche Fundament für die Regulierung der Kollektivanlage stellt die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (AIFM-RL) dar, die auch im deutschen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) umgesetzt ist. Bei der Untersuchung der Vorschriften des KAGB kommt der Analyse der Umsetzung europäischer Vorgaben ins deutsche Recht eine große Bedeutung zu. Denn bei der Verwendung verschiedener Fachtermini treten bei solchen Umsetzungsbemühungen immer wieder Probleme auf. Um Unklarheiten vorzubeugen und die vom EU-Gesetzgeber gewollten Implikationen der Regulierung der verschiedenen Kollektivanlagevehikel präzi-

³ Siehe zu Risikoaversion *Krugman/Wells*, Economics, 4. Aufl. 2015, S. 266. Vgl. zu Risiko-neutralität *Cooter/Ulen*, Law and Economics, 6. Aufl. 2011, S. 45 ff.; *Polinsky* Harvard Law Review 1998, 886.

se analysieren zu können, werden deutsche Begriffe an einigen Stellen zusammen mit ihrem englischen Pendant verwendet.

Die Bewertung von Vermögen ist nicht nur bei der Kapitalanlage am Kapitalmarkt von Bedeutung, sondern z. B. auch im Schadensrecht der §§ 249 ff. BGB, wenn Vermögensschäden entschädigt werden müssen. Denn nur wenn ein Vermögen bzw. die Einbuße eines Vermögens korrekt bestimmt wird, kann auch die zu leistende Entschädigung korrekt bestimmt werden. Dazu, wie Vermögensschäden im Rahmen des Schadensrechts zu ermitteln sind, finden sich im Gesetz keine genauen Angaben. Sehr deutlich wird dagegen, dass weder eine Unter- noch eine Überkompensation im Grundsatz mit den gesetzlichen Anforderungen vereinbar sind: Wer zum Schadensersatz verpflichtet ist, hat den Zustand herzustellen, der bestehen würde, wenn der zum Ersatz verpflichtende Umstand nicht eingetreten wäre, § 249 Abs. 1 BGB. Wird ein zu entschädigender Vermögensschaden zu niedrig eingeschätzt, ist in der Folge die Entschädigung zu niedrig was bedeutet, dass der Geschädigte zumindest einen Teil seiner erlittenen Einbußen nicht vom Schädiger ersetzt bekommt. Wenn der Schädiger dadurch nicht in vollem Umfang Verantwortung für die Folgen seines Handelns übernehmen muss, kann dies dazu führen, dass die Bemühungen, die er unternimmt, damit es künftig nicht erneut zu einem Schadensereignis kommt, in ihrer Höhe hinter dem zurückbleiben, was volkswirtschaftlich zu optimalen Ergebnissen führen würde. Wird ein zu entschädigender Vermögensschaden dagegen zu hoch eingeschätzt, so muss der Schädiger in der Folge an den Geschädigten mehr leisten, als der Geschädigte in der Folge des Schadensereignisses tatsächlich verloren hat. Dies kann dazu führen, dass sich der Schädiger künftig übervorsichtig verhält. Das heißt, dass der Schädiger künftig einen Aufwand zur Vermeidung weiterer, von ihm zu verantwortend Schadensereignisse betreibt, der über dem Aufwand liegt, der aus volkswirtschaftlicher Sicht zu optimalen Ergebnissen führen würde.

In Fällen, die z. B. mit dem Kapitalmarkt in Verbindung stehen, wird die Relevanz der DCF-Prinzipien regelmäßig erkannt. Bei Fällen des Schadensrechts, bei denen es an einem Bezug zum Kapitalmarkt fehlt, wird eine Relevanz der DCF-Prinzipien häufig übersehen. Dies liegt auch daran, dass es keine zuverlässige, anerkannte Methode gibt, nach der das im Schadensrecht geschützte Vermögen zu ermitteln ist. Problematisch sind regelmäßig z. B. solche Fälle, in denen es zum Ausfall der Benutzbarkeit von Sachen kommt. Die Rechtsprechung orientierte sich bei der Beurteilung der Vermögensrelevanz bei Nutzungsausfall regelmäßig an älterer Rechtsprechung. Ein solches Vorgehen kann aber zumindest bei der Beurteilung neuartiger Sachverhalte zu willkürlichen Ergebnissen führen. Daher stellt sich die Frage, ob mithilfe der DCF-Prinzipien ein neuer Ansatz herausgearbeitet werden kann, mit dessen Hilfe sich Vermögensschäden logisch und zuverlässig ermitteln lassen.

II. Vorgehensweise

Die Untersuchung ist in drei Teile gegliedert. Der *erste Teil* legt vor allem das ökonomische Fundament der Arbeit, vor dessen Hintergrund Bewertungen von aufsichtsrechtlichen Vorschriften und verschiedenen Vehikeln der Kollektivanlage hauptsächlich vorgenommen werden. Auch die Auseinandersetzung mit den schadensrechtlichen Vorschriften baut auf dem ersten Teil auf. Der erste Teil beginnt mit einer Differenzierung zwischen spekulativer und wertorientierter Anlage und der Rolle der Kapitalanlage in der Wirtschaft. Diese Rolle besteht im Wesentlichen darin, dass durch die Kapitalanlage Geldkapital zur Verfügung gestellt wird, welches Sachkapital als Produktionsfaktor in der Wirtschaft finanziert. Zu diesem Zweck erfolgt auch eine Bestimmung wichtiger Begriffe. Anschließend folgt eine genaue Untersuchung der historischen Entwicklung der DCF-Prinzipien. In diesen Prinzipien kommen ökonomische Gesetze zum Ausdruck, auf welchen die wertorientierte Anlage beruht. Daher ist diese Untersuchung notwendig, um im weiteren Verlauf eine möglichst genaue Bewertung der Regulierung spekulativ bzw. wertorientiert agierender Vehikel der Kollektivanlage vornehmen zu können. Zudem werden Aspekte der Preisbildung diskutiert, die für die Kapitalanlage von Bedeutung sind. Den Abschluss des ersten Teils bildet eine Untersuchung der Anlagetätigkeiten bedeutender, wertorientiert agierender Anleger, die auf den DCF-Prinzipien basieren und bis heute die Vorstellung von Kollektivanlage mitprägen.

Der *zweite Teil* dient der Auseinandersetzung mit der Regulierung verschiedener Kollektivanlagevehikel. Dabei liegt der Fokus vor allem auf den Vorschriften des KAGB und des VermAnlG bzw. den in diesen Regelungen vertypeten Kollektivanlagevehikeln, zu denen OGAWs, AIFs, Holdings und Vermögensanlagen i. S. d. VermAnlG gehören.

Der *dritte Teil* behandelt schließlich die Anwendung der DCF-Prinzipien und die sich daraus ergebende Unterscheidung zwischen Preisen und Werten im Kontext des Schadensrechts. Hierfür wird auch ein Überblick über die Zwecke des Schadensrechts als Instrument der Verhaltenssteuerung aus ökonomischer Sicht gegeben. Es folgt eine Auseinandersetzung mit den Unterschieden zwischen dem Vermögen aus rein wirtschaftlicher Sicht und dem im Schadensrecht geschützten Vermögen. Schließlich folgt vor dem Hintergrund der DCF-Prinzipien der Versuch, eine zuverlässige und logische Definition des schadensrechtlich geschützten Vermögens zu erarbeiten. Den Abschluss des dritten Teils stellt die Diskussion eines schadensrechtlichen Falles dar, der die negativen Folgen verdeutlicht, die sich daraus ergeben können, wenn die Relevanz der DCF-Prinzipien im Schadensrecht übersehen wird.

1. Teil

Ökonomische Grundlagen

1. Kapitel

Verschiedene Formen des Kapitaleinsatzes in der Wirtschaft und die Rolle der Kollektivanlage am Kapitalmarkt

I. Klassifikation der Kapitaleinsatzformen Spekulation, Investment/Value Investing und Investition

Der Einsatz von Geldkapital in der Wirtschaft und am Kapitalmarkt erfolgt grundsätzlich zur Erzielung von Gewinnen.¹ Bezüglich der möglichen Formen des Kapitaleinsatzes, die unter anderem am Kapitalmarkt zu beobachten sind, werden allerdings verschiedene Bezeichnungen und Begriffe verwendet. Diese gilt es zunächst zu sortieren und zu definieren.

1. Aktiver und passiver Einsatz von Geldkapital in der Wirtschaft

Die erste Unterscheidung erfolgt danach, ob die Art des Kapitaleinsatzes passiver oder aktiver Natur ist.² Wird Geldkapital in der Form aktiv eingesetzt, dass der Einsatz selbst gestaltend und verändernd wirken soll, lässt sich von einer „Investition“ sprechen.³ Dabei wird Geldkapital regelmäßig genutzt, um Sachkapital zu finanzieren und anschließend aktiv auf dieses Sachkapital Einfluss auszuüben. Zum einen erfordern Investitionen ein hohes Maß an Erfahrung und Engagement, um effektive Veränderungen vorzunehmen. Zum anderen erfordert eine Investition eine relativ hohe Menge an bereits vorhandenem Geldkapital, weil ausreichend Stimmrechte erworben werden müssen, um über den notwendigen Einfluss zu verfügen, um Veränderungen vornehmen zu können.⁴ Am Kapi-

¹ Vgl. dazu BGH, Urteil vom 24. September 2013 – XI ZR 204/12 – Rn. 23, 25; BGH, Urteil vom 15. Juli 2010 – III ZR 338/08 – Rn. 5, 13, 31, 43; BGH, Urteil vom 12. März 2003 – IV ZR 278/01 – S. 11; *Zetsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 60–61.

² Vgl. *Zetsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 60 ff.

³ Vgl. *Zetsche*, Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage, 2015, S. 61–62. Siehe auch *Vohnwinkel* in Ahlberg/Götting, UrhG § 87a Rn. 55, woraus sich ergibt, dass eine Investition nicht nur aus Geld, sondern auch aus Zeit und Mühe bestehen kann.

⁴ Vgl. *Schloetzer/Lee*, The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman, 2014, S. 2–3.

talmarkt stellen Investitionen daher in der Regel nicht die vorherrschende Form des Kapitaleinsatzes dar.

Häufig wird Geldkapital passiv in der Form eingesetzt, dass der Geldkapitalgeber seine Aktivitäten darauf beschränkt, das Geldkapital bereitzustellen und ggfs. Stimmrechte auszuüben. Dabei wird es regelmäßig zur Finanzierung von Sachkapital eingesetzt, ohne dass auf dieses Sachkapital unmittelbar Einfluss ausgeübt werden soll. Da das Geldkapital nicht weiter dazu bemüht werden soll, unmittelbar Einfluss auf das Sachkapital auszuüben, nachdem der entsprechende Geldkapitalgeber das Geldkapital bereitgestellt hat, könnte man davon sprechen, dass das Geldkapital ruht bzw. *liegt*. Daher lässt sich bei einem passiven Kapitaleinsatz von einer „*Kapitalanlage*“ sprechen.⁵

2. Spekulation und Investment als die beiden Formen der Kapitalanlage

Die Kapitalanlage fasst als Oberbegriff zwei unterschiedliche Formen des Kapitaleinsatzes zusammen. Bei der einen handelt es sich um „*Spekulation*“, bei der anderen um „*Investment*“. Dabei sollte der Begriff Investment als eine passive Form des Kapitaleinsatzes nicht mit dem Begriff der Investition, einer aktiven Form des Kapitaleinsatzes, verwechselt werden. Eine andere Bezeichnung für Investment ist „*Value Investing*“. Während die Übergänge zwischen der Spekulation und dem Investment in der Praxis verschwimmen können⁶, lassen sich ihre theoretischen Grundlagen trennscharf voneinander abgrenzen.⁷

Der Unterschied zwischen einem Investment und einer Spekulation liegt in der Motivation, aus der heraus der Kapitaleinsatz jeweils erfolgt.⁸ Hinter einem *Investment* steckt die Motivation, Werte zu erwerben, die den dafür gezahlten Kaufpreis betragsmäßig übersteigen.⁹ Anschaulich beschreibt dies ein Zitat von Benjamin Graham:

„Price is what you pay; value is what you get“¹⁰.

⁵ Siehe dazu Gablers Wirtschaftslexikon, 16. Aufl. 2004, „*Anlagen*“, S. 119. Vgl. Duden, Deutsches Universalwörterbuch, 8. Aufl. 2015, „*anlegen*“, S. 153.

⁶ Berkshire Hathaway Inc., Chairman’s Letter 2000, S. 14. Siehe zu frühen Abgrenzungsversuchen und Problemen in der Praxis *Banner*, *Speculation*, 2017, S. 27 ff.

⁷ Vgl. *Lowenstein* in *Graham/Dodd*, *Security Analysis*, 6. Aufl. 2008, S. 71.

⁸ Vgl. *Banner*, *Speculation*, 2017, S. 290, „One who buys common stocks with the idea of selling them on the market for higher prices is speculating. One who is making a prudent investment examines the stocks’ intrinsic values and purchases them for a long-term investment.“.

⁹ Vgl. Berkshire Hathaway Inc., Chairman’s Letter 1992, „What is ‚investing‘ if it is not the act of seeking value at least sufficient to justify the amount paid?“; *Banner*, *Speculation*, 2017, S. 171.

¹⁰ Berkshire Hathaway Inc., Chairman’s Letter 2008, S. 5; Berkshire Hathaway Inc., Chairman’s Letter 2013, S. 21.

Sachregister

- Affektionsinteresse 214–215, 266–268
AIFs
– Begriff 126–130
Anlagepolitik 92–114, 119–125, 143–145
Anlagestrategie 92–114, 118–125, 143–145
Ausgleichsfunktion 219
- Bereicherungsverbot 219, 277
Beta 65
BGH-Urteil
– Nutzungsausfall bei Kraftfahrzeugen 256–257
– Pelzmantelfall 255
– Reparaturkosten von KFZ 214–215
Blind-Pool-Fonds 112–113
Böhm-Bawerk, Eugen 18, 37, 39–43, 45, 285
Buffett, Warren
– Anlageansatz 74
– Einfluss von Charlie Munger 75
– Fokus auf Qualitätsfaktoren 75
- cigar butt *Siehe* Graham, Benjamin
- DCF-Modell *Siehe* DCF-Prinzipien
DCF-Prinzipien
– ~ als Formel bei Fisher 35–37
– ~ als Formel bei Guild 34–35
– ~ als Rechnung bei Böhm-Bawerk 39
– ~ als Rechnung bei Wiese 33
– Darstellung als Formel 43–45
– Diskontierungsfaktor 39, 44–45
Differenzbetrachtung 242
Differenzbilanz 243
Differenzhypothese 241, 243, 246
Differenzmethode 242
Differenzrechnung 242
Discounted Cash-Flow (DCF) *Siehe* DCF-Prinzipien
- Diskontierungsfaktor *Siehe* DCF-Prinzipien
- ELTIF *Siehe* Holdingausnahme
Erhaltungsinteresse 271, 273
- Fisher, Irving 35–37
- geborene professionelle Anleger 134
gekorene professionelle Anleger 134
Geldkapital
– ~ als Ausdruck gehandelter Güter 19
– ~ in der Kollektivanlage 3, 5
– Einfluss auf das Preisniveau 20
– Einsatz in der Wirtschaft 9, 28
– Grenznutzen von ~ 203–207
– Horten 20
– Stellvertreterfunktion 276
– Tauschfunktion von ~ 202
– Zuweisungswirkung 19
Geldwerter Vorteil 253–255, 257
Graham, Benjamin
– ~ als Value-Investor 70
– Anlageansatz 69–70
– Berücksichtigung künftiger Gewinne bei ~ 73
– cigar butt 69
– Der Schüler Warren Buffett 74
– Einfluss von Computern 74
– Prägung durch das Jahr 1929 70
– Security Analysis 70–72
– Unterscheidung zwischen Investment und Spekulation 10
– Wert als „elusive concept“ 73
Growth-Investing *Siehe* Spekulation
- Hedgefonds 127
Herstellung
– ~ in tatsächlicher Hinsicht 249–250
– ~ in vermögensmäßiger Hinsicht 249–250

- qualitative ~ 222
- quantitative ~ 276
- sachsubstantielle ~ 252
- Herstellungszins 271, 273
- Holdingsausnahme
 - Abgrenzung von Holdinggesellschaften zu ELTIFs 175
 - Abgrenzung von Holdinggesellschaften zu Private-Equity-Fonds und Venture-Capital-Fonds 166
 - auf eigene Rechnung tätig 163
 - Berkshire Hathaway als Praxisbeispiel 159
 - Berkshire Hathaway als Vorbild 141
 - Beteiligungen iSd ~ 147
 - Eigenkapitalinstrumente als Beteiligungen 150
 - Finanzholding-Gesellschaft 166
 - Fremdkapitalinstrumente als Beteiligungen 156
 - Shell als Praxisbeispiel 160
 - Spezieller Gründungszweck 163
 - Tochterunternehmen 146
 - Unternehmensgegenstand 145–165
 - Verbundene Unternehmen iSd ~ 146
- Holdingsfonds 87
- Holdingsgesellschaft 87, 141–180
- Horten *Siehe* Geldkapital

- Integritätsinteresse 255, 271, 273
- Investment
 - ~ als Synonym für Value Investing 10
 - Begriff 11
- Investmentfonds 127
- Investmentvermögen
 - geschlossene ~ 126, 131–132
 - offene ~ 126, 131–132
 - Publikums~ 126, 133–136
 - Spezial~ 126, 133–136

- Kapitalanlage
 - ~ als Konsumverzicht 21, 23
 - ~ als Oberbegriff 10
- Kapitalverwaltungsgesellschaft 106, 137–138
- Kollektivanlage
 - Begriff 14
 - gesellschaftliche Funktion von ~ 15, 26
 - Pooling 14

- Kommerzialisierbarkeit 255, 257
- Kompensation
 - Bemessungsgrundlage von ~ansprüchen 273
 - schadensrechtliche ~swährung 278
- Konsum
 - Begriff 21
 - Grenznutzen von ~ 203
- Konsumentenrente 214, 237, 268
- KPMG *Siehe* Short-Selling

- Leerverkauf *Siehe* Short-Selling
- Leverage 112–113, 123–124

- Markteffizienzhypothese 230, 238
- Marktpreis *Siehe* Marktwert
- Materieller Fondsbegriff 86–87
- Merkantiler Minderwert
 - ~ bei Marktwertverminderung 269
- Mindesthaltedauer 120–122
- Mindestverweildauer 120–122
- Munger, Charlie 30–31 *Siehe* Buffett, Warren

- Naturalrestitution
 - ~ als Ausgangspunkt des Schadensrechts 247
 - ~ bei entgangenem Gewinn 275–276
 - ~ bei Schäden in der Kompensationswährung 278–279
 - ~ durch Ersatzbeschaffung 268
 - ~ in natura 272
 - positiver Schaden 276
 - rechnerische ~ 273
- Nutzen
 - ~ausfall *Siehe* Schaden
 - ~maximierung 238–239
 - ~ von gesellschaftlicher Anerkennung 203
 - abnehmender Grenz~ 204–205
 - Arbeits~ 260
 - Brutto~ 22
 - Endkonsumenten~ 235–236 *Siehe* Wert
 - Geld als universeller ~ 260
 - Grenz~ 203–206
 - Netto~ 22
 - ~funktion 203, 205–207
 - Nutzziehungsmöglichkeit 264

- volkswirtschaftlicher Kumulativ~ 18, 211–212, 234, 238–240
- OGAWs
 - Begriff 126–130
- Opportunitätskosten 26, 44, 66, 200, 221, 237, 240, 277
- Opportunitätsprinzip 65
- Perring, Fraser *Siehe* Short-Selling
- Preisbildung
 - ~ als Ausdruck von Mindermeinungen 51
 - ~ auf Basis von Wertvorstellungen 50–51
 - ~ bei Marktpreisen 51
 - Multilateralität 47–48
 - Nutzenmaximierung bei ~ 226
 - Qualität der ~ 49
 - Referenzwirkung 47–49, 228
- Privatanleger 134
- Produzentenrente 233, 240, 268
- Professionelle Anleger 133–136
- Punitive Damages *Siehe* Schadensvermeidung
- Referenzwirkung *Siehe* Preisbildung
- Reproduktionsfunktion 262
- Sachkapital
 - ~ als Form von akkumuliertem Arbeitsnutzen 15, 17, 24–25
 - ~ als Produktionsfaktor 15, 17–18, 23
 - historische Entstehung von ~ 23
- Schaden
 - ~ bei Nutzensausfall 264
 - ~ bei Nutzungsausfall eines Hochzeitskleids 262
 - ~ bei unverkäuflicher Sachsubstanz 261
 - ~ durch Kindesunterhalt 258
 - ~ durch Marktwertverminderung 269
 - ~ durch Raubkopie 264–265
 - ~ durch Sachsubstanzbeeinträchtigung 260
 - ~ im Fall Sieglinde 281
 - *damnum emergens* 276–277
 - Definition des Vermögens~ 258
 - immaterieller ~ 213
 - *lucrum cessans* 276–277
 - reiner Vermögens~ 249
- Sach~ 249
- Vermögens~ 267
- Schadensrecht
 - ~ als Steuerungsinstrument 209
- Schadensvermeidung
 - ~ durch einzuhaltende Höchstgeschwindigkeiten 211
 - ~ durch Strafschadenersatz 217–218
 - Anreizsysteme zur ~ 210
 - optimale ~ 215–218
- Security Analysis *Siehe* Graham, Benjamin
- Semiprofessionelle Anleger 133–136
- Short-Selling
 - Abusive naked short selling 63
 - Abwärtsspirale bei Aktienkursen durch ~ 59
 - Allgemeinverfügung der BaFin in Bezug auf Wirecard 60
 - Anreize von Shortsellern 62
 - Auswirkungen von Nachrichten 57
 - Begriff 52–54
 - Erfüllungsgefahr 55–56
 - gedecktes ~ 55
 - KPMG 61–62
 - Perring, Fraser 67
 - Regulierungsbestrebungen 54–55
 - Short-Selling-Attacken 61
 - Short Squeeze 56–59
 - systemische Risiken durch ~ 59
 - ungedecktes ~ 55, 58
 - Vorwurf der moralischen Verwerflichkeit 63–66
 - VW-Aktie 57
 - Wirecard 2, 60, 66–68
- Short Squeeze *Siehe* Short-Selling
- Smith, Adam 42
- Spekulation
 - Begriff 11
 - Growth-Investing als Form von ~ 77–82
- Stellvertreterfunktion *Siehe* Geldkapital
- Summeninteresse 273–274
- Turgot, Anne Robert Jacques 15, 18, 40–43
- Vermögen
 - rechtlich geschütztes ~ 250, 259
 - volkswirtschaftlich wertlose Spekulationsgüter 239

- wirtschaftliches ~ 250–252
- Vermögensanlage *Siehe* Vermögensanlagen-
- gesetz
- Vermögensanlagengesetz
- Angebot 181
- Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis
- eines Unternehmens gewähren 187
- Genussrechte 188
- Kein anderer erfüllter Tatbestand 186
- Nachrangdarlehen 188
- Namensschuldverschreibungen 189
- Partiarisches Darlehen 188
- Sonstige Anlagen 189
- Treuhandvermögen 187
- Unterschied zu anderen Kollektiv-
- anlagen 190
- Vermögensanlage 186
- Vermögensschaden *Siehe* Schaden
- Wert
- ~ als Ausdruck von subjektiv empfunde-
- nem Endkonsumentenutzen 235, 237
- ~ durch Synergieeffekte 235
- ~interesse *Siehe* Wertinteresse
- ~vorstellung 230
- Anschaffungs~ 282
- Erinnerungs~ 266–267
- Gegenwarts~ 277
- innerer ~ 234–235
- intrinsischer ~ 13
- langfristiger ~ 12
- Liebhaber~ *Siehe* Affektionsinteresse
- Markt~ 230–233, 240
- materieller ~ 245
- Neu~ 282
- Referenz~ 275
- Tausch~ 259
- Verkaufs~ 245, 264
- wirtschaftlicher ~ 253
- Zeit~ 28, 66, 70, 197, 232, 251, 256
- Wertinteresse 273–274
- Wiese, Robert 32–34
- Williams, John Burr 31–32, 34–35, 45
- Wirecard *Siehe* Short-Selling
- Zeitpräferenz 21, 256
- Zeitwert *Siehe* Wert