

Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von Lutz Michalski,
Axel Jäger und Klaus-Rudolf Wagner

Band 41

Katja Scharkowski

Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance

Eine rechtsvergleichende Studie des
deutschen und britischen Investmentrechts

Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von Lutz Michalski,
Axel Jäger und Klaus-Rudolf Wagner

Band 41

Katja Scharkowski

Anlegerschutz durch die Regulierung von Investmentvermögen und Corporate Governance

Eine rechtsvergleichende Studie des
deutschen und britischen Investmentrechts

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Zugl.: Hamburg, Bucerius Law School, Diss., 2012

H 360

ISSN 1619-117X

ISBN 978-3-631-64066-1 (Print)

ISBN 978-3-653-02543-9 (E-Book)

DOI 10.3726/978-3-653-02543-9

© Peter Lang GmbH

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Frankfurt am Main 2013

Alle Rechte vorbehalten.

PL Academic Research ist ein Imprint der Peter Lang GmbH

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

www.peterlang.de

Meinen Eltern

DANKSAGUNG

Meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil möchte ich herzlichst für die wohlwollende Begleitung meines Promotionsverfahrens danken. Für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens danke ich Herrn Prof. Dr. Matthias Jacobs.

Bedanken möchte ich mich zudem bei allen, die mich bei dem Verfassen der Arbeit unterstützt haben, insbesondere bei Evelyn Voitge und Dana Constantin für ihre Kritik und Anregungen. Mein Dank für die Hilfe bei der Endredaktion gilt Serjoscha Ostermeyer, Eva Lüdemann und Simone Dux. Weiterhin bedanke ich mich bei Dr. Matthias Kiesselbach und Oliver Strutynski für die technische Beratung und Unterstützung.

Adam Parmenter danke ich für seine konstante Unterstützung und die pragmatische Perspektive auf das britische Recht und meine Arbeit.

Mein besonderer Dank gilt meiner Familie, für ihre unentwegte moralische und tatkräftige Unterstützung. Gerade das Interesse und die Anteilnahme meines Großvaters waren ein steter Ansporn für die zügige Fertigstellung der Arbeit.

Inhaltsverzeichnis

1	EINFÜHRUNG	1
1.1	Einleitung	1
1.2	Gegenstand der Untersuchung	2
1.3	Gang der Untersuchung	3
2	GRUNDLAGEN DES INVESTMENTRECHTS	5
2.1	Grundlagen des Investmentrechts	5
2.1.1	Hintergrund des Investmentrechts	5
2.1.2	Kollektive Kapitalanlage nach den Grundsätzen der Risikomischung	5
2.1.3	Grundlagen der Investmentvermögensgestaltung .	6
2.1.3.1	Sondervermögen	6
2.1.3.2	Verwaltung des Sondervermögens durch die KAG	7
2.1.3.3	Depotbank	8
2.1.3.4	Typische Probleme des Investmentrechts . . .	8
2.1.4	Risikodiversifizierung	9
2.1.4.1	Kapitalbündelung als Voraussetzung der Risikomischung	10
2.1.4.2	Die Grenzen der Risikominderung durch Portfoliodiversifizierung	11
2.1.5	Die Transaktionskosten	12
2.1.6	Skalenerträge durch die kollektive Vermögensanlage	12
2.1.7	Fremdverwaltung des Investmentvermögens	13
2.1.7.1	Risiken der Fremdverwaltung	14
2.1.7.2	Prinzipal-Agenten-Beziehung bei Investmentvermögen	15
2.1.8	Implikation des langfristigen Charakters des Investmentsparens	16
2.1.9	Die Anleger	17
2.1.9.1	Das Anlegerbild	17
2.1.9.2	Klienten-Klassifikation des WpHG	17
2.2	Gründe für Anlegerschutz	20

2.2.1	Definition des Anlegerschutzes	20
2.2.2	Anlegerschutz zweck Individualschutz	21
2.2.3	Volkswirtschaftliche Relevanz des Investmentsparens	21
2.3	Die Erforderlichkeit von Anlegerschutz	22
2.3.1	Begriff der „Regulierung“	22
2.3.2	Charakterisierung des Marktes für Investmentvermögensanteile	23
2.3.3	Anlegerschutz aus volkswirtschaftlichen Gründen	24
2.3.3.1	Die Markteffizienz-Hypothese	26
2.3.3.2	Entscheidungen in wirtschaftlichen Zusammenhängen	28
2.3.3.2.1	Theorie vom rationalen Handeln – Die klassischen Finanztheorien	28
2.3.3.2.1.1	Rationalität von Marktteilnehmern	29
2.3.3.2.1.2	Subjective Expected Utility Theory	30
2.3.3.2.1.3	Rational Expectations Theory	31
2.3.3.2.1.4	Bayes-Theorem	32
2.3.3.2.1.5	Konsequenzen für den Markt und die Marktteilnehmer	32
2.3.3.2.1.6	Markteffizienz	33
2.3.3.2.1.7	Anlegerschutz durch Marktmechanismen	33
2.3.3.2.2	Theorien von der begrenzten Rationalität - Behavioural Economics	34
2.3.3.2.2.1	Informationsaufnahme	35
2.3.3.2.2.2	Heuristiken	37
2.3.3.2.2.3	Selektive Wahrnehmung	37
2.3.3.2.2.4	Konsequenzen für die Informationsverarbeitung	38
2.3.3.2.2.5	Informationsrahmen und Reihenfolge von Informationen - Framing, Priming und Anchoring	39
2.3.3.2.2.6	Zwischenfazit zur Informationsaufnahme	40
2.3.3.2.2.7	Informationsverarbeitung	40
2.3.3.2.2.8	Sicherheitseffekt	40
2.3.3.2.2.9	Verlustaversion	41

2.3.3.2.2.10	Risikoaversion	42
2.3.3.2.2.11	Dispositionseffekt	43
2.3.3.2.2.12	Regret Aversion	43
2.3.3.2.2.13	Over confidence und Status quo-Überschätzung	43
2.3.3.2.2.14	Mangel an Selbstdisziplin	44
2.3.3.2.2.15	Mental Accounting	45
2.3.3.2.2.16	Keine Anpassung der Wahrscheinlichkeitseinschätzung . . .	46
2.3.3.2.3	Behavioural Economics und die Markteffizienz-Hypothese	47
2.3.3.2.3.1	Paternalismus als Konsequenz begrenzter Rationalität	48
2.3.3.2.3.2	Markteffizienz als Ausgleich fehlender Rationalität	49
2.3.3.3	Stellungnahme zur Erforderlichkeit von Anlegerschutz	50
2.3.3.3.1	Diskussion der Theorien über das Entscheidungsverhalten	50
2.3.3.3.2	Umgang mit dem Spannungsverhältnis zwischen klassischer ökonomischer Theorie und Behavioural Economics-Forschung	51
3	DER ANLEGERSCHUTZ DURCH PUBLIZITÄT IM INVESTMENTRECHT	53
3.1	Maßstab für die Effizienz von Anlegerschutzmaßnahmen	53
3.2	Investmentrechtlicher Anlegerschutz in Deutschland . . .	54
3.2.1	Investmentrechtliche Anlegerschutzinstrumente . .	54
3.2.2	Anlegerschutz durch Publizität (Anlegerschutz vor Vertragsschluss)	55
3.2.2.1	Überindividuelle Schutzmechanismen	56
3.2.2.2	Investmentrechtlicher Anlegerschutz	56
3.2.2.3	Publizität als Ausgleich fehlender Kontrolle .	57
3.2.2.4	Publizitätspflichten vor Abschluss des Investmentvertrages	57
3.2.2.4.1	Prospektpflicht: Ausführlicher Verkaufsprospekt	58

3.2.2.4.1.1	Das Anlegerprofil im ausführlichen Verkaufsprospekt	59
3.2.2.4.1.2	Beschreibung der Anlageziele	60
3.2.2.4.1.3	Angaben über Ausgabe und Rücknahme der Anteile	60
3.2.2.4.1.4	Angabe der Wertentwicklung	61
3.2.2.4.1.5	Wert- und Ertragsentwicklung („Performance“)	61
3.2.2.4.1.6	Zeitraum der zu veröffentlichenden Performanceentwicklung	61
3.2.2.4.1.7	Angaben in Werbebroschüren	62
3.2.2.4.1.8	Vorschlag zur Verbesserung der Information über die Wertentwicklung	63
3.2.2.4.1.9	Anregungen für die Darstellung der Wertentwicklung	63
3.2.2.4.1.10	Erfolgsprojektionen	63
3.2.2.4.2	Kostentransparenz	64
3.2.2.4.2.1	Angaben in den Vertragsbedingungen	64
3.2.2.4.2.2	Angaben zu Kosten im vereinfachten Prospekt - Gesamtkostenquote	64
3.2.2.4.2.3	Bewertung der Gesamtkostenquote	65
3.2.2.4.2.4	Aus TER ausgenommene Kosten	66
3.2.2.4.2.5	Die Transaktionskostenquote	67
3.2.2.4.3	Angaben im ausführlichen und einfachen Prospekt	68
3.2.2.4.3.1	Relevanz der Information über Kosten und Gebühren	69
3.2.2.4.3.2	Kritik an der Gesetzeslage bezüglich der Publikation von Kosten	70
3.2.2.4.4	Zwischenfazit zu den Angaben des ausführlichen Prospekts und der Vertragsbedingungen	70
3.2.2.4.5	Vereinfachter Prospekt	72
3.2.2.4.5.1	Die deutsche Regelung des vereinfachten Prospekts	74
3.2.2.4.5.2	Vorschläge der EU Kommission	75

3.2.3	Eingeschränkte Anlegerschutzeffizienz von Informationen	76
3.2.3.1	Key Information Document	78
3.2.3.2	Folgerungen für Verkaufsprospekte aus der Behavioural Economics-Forschung	79
3.2.3.2.1	Beeinflussung durch Werbung	79
3.2.3.2.2	Handlungshemmnisse	80
3.2.3.2.3	Auswirkungen der Verlustangst	80
3.2.3.2.4	Auswirkungen des Dispositionseffekts	81
3.2.3.2.5	Auswirkungen von Überoptimismus und Selbstüberschätzung	82
3.2.3.3	Schlussfolgerungen zum Anlegerschutz durch Publizität	83
3.2.4	Publizität ergänzende Maßnahmen	84
3.2.4.1	Rechnungslegung	85
3.2.4.2	Alternativen zu Publizitätsmaßnahmen	85
3.2.4.3	Anlageberatung	86
4	ANLEGERSCHUTZ DURCH REGULIERUNG	87
4.1	Das deutsche Regulierungsmodell	87
4.1.1	Aufsicht durch die BaFin	88
4.1.1.1	Die BaFin	88
4.1.1.2	Handlungs- und Regelungsbefugnisse der BaFin	89
4.1.1.3	Schutzzweck der Aufsicht durch die BaFin	92
4.1.1.4	Regulierungstechniken bezüglich Investmentvermögen	92
4.1.1.4.1	Aufsicht der BaFin über KAG und Depotbank	93
4.1.1.4.2	Konstruktion des Sondervermögens	94
4.1.1.4.2.1	Anlegerschutz durch Isolierung des Vermögens	95
4.1.1.4.2.2	Grundsatz der Vermögenssonderung	96
4.1.1.4.2.3	Haftungssonderung	97
4.1.1.4.3	Verwaltung des Sondervermögens durch die KAG	98
4.1.1.4.3.1	Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb der KAG	98
4.1.1.4.3.2	Rechtsform der KAG	98

4.1.1.4.3.3	Anfangskapital	99
4.1.1.4.3.4	Zulässige Geschäfte	99
4.1.1.4.3.5	Zuverlässigkeit und fachliche Eignung der Geschäftsleiter	100
4.1.1.4.4	Genehmigung der Vertragsbedingungen	100
4.1.1.4.4.1	Vertragsbedingungen als allgemeine Geschäftsbedingungen	100
4.1.1.4.4.2	Prüfung der Wahrung der Anlegerinteressen durch die Vertragsbedingungen	101
4.1.1.4.4.3	Bewertung des Kriteriums der Wahrung der Anlegerinteressen	102
4.1.1.4.5	Schnittstellen zwischen aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen Anforderungen	103
4.1.2	Der investmentrechtliche Typenzwang	104
4.1.2.1	Fondstypenregulierung	105
4.1.2.1.1	Richtlinienkonforme-Sondervermögen	106
4.1.2.1.2	Immobilien-Sondervermögen	110
4.1.2.1.3	Gemischte Sondervermögen	112
4.1.2.1.4	Altersvorsorge-Sondervermögen	112
4.1.2.1.5	Infrastruktur-Sondervermögen	114
4.1.2.1.6	Sonstige Sondervermögen	115
4.1.2.1.7	Spezial Sondervermögen	116
4.1.2.1.8	Analyse der Typenregulierung	117
4.1.2.1.9	Kritik an der Produktregulierung	119
4.1.2.2	Mögliche Anknüpfungen für eine Regulierung von Investmentvermögen	121
4.1.2.2.1	Anlagegegenstände als Anknüpfung	121
4.1.2.2.2	Anknüpfung an die Ziele	122
4.1.2.2.3	Anknüpfung an die Anlegergruppen	123
4.1.2.2.4	Anknüpfung an die investmentspezifischen Risiken	123
4.1.2.2.5	Zwischenfazit Anknüpfungspunkte für Regulierung	124
4.2	Investmentrechtlicher Anlegerschutz in England	124
4.2.1	Die Rechtsetzungsbefugnisse der FSA	124

4.2.2	Vergleich der Rechtsetzungskompetenzen von FSA und BaFin	127
4.2.3	Die gerichtliche Kontrolle der Verwaltung	127
4.2.4	Besonderheiten der Normsetzungsbefugnisse der FSA	128
4.2.4.1	FSA Handbook	128
4.2.4.1.1	Definition der Collective Investment Schemes	130
4.2.4.1.1.1	Zweck oder Effekt des CIS („Purpose or effect”)	130
4.2.4.1.1.2	Fehlende Kontrolle über das tägliche Management („no day-to-day control”)	131
4.2.4.1.1.3	Vermögensbündelung oder Verwaltung des Vermögens als Ganzes („Pooling” oder „Management as a whole”)	132
4.2.4.1.2	Die Investment Trust Company	132
4.2.4.2	Principle based Regulation	132
4.2.4.2.1	Gründe für eine prinzipien-basierte Regulierung	133
4.2.4.2.2	Regulierte Selbstverwaltung	134
4.2.4.2.3	Verstärkte Management Verantwortung in Finanzunternehmen	135
4.2.4.2.4	Verstärkte Anlegerverantwortung	136
4.2.4.2.5	Verhinderung von Creative Compliance	137
4.2.4.3	Die Normtypen der FSA-Regulierung	137
4.2.4.3.1	Principles	137
4.2.4.3.2	Rules	139
4.2.4.3.3	Evidential Provisions	141
4.2.4.3.4	Guidance	141
4.2.4.3.5	Das Verhältnis der Normtypen zueinander	142
4.2.4.4	Beispiele für sogenannte Prinzipien im deutschen Recht	144
4.2.4.5	Guidance - eine Durchbrechung der prinzipien-basierten Regulierung?	147
4.2.5	Wäre es möglich, der BaFin mit der FSA vergleichbare Normsetzungskompetenzen einzuräumen?	149

4.2.5.1	Kompetenzenausweitung der BaFin im Lichte des Gesetzesvorbehalts	150
4.2.5.2	Einzelverordnungsermächtigung und vorwirkende parlamentarische Kontrolle . . .	153
4.2.6	Die Durchsetzung der prinzipien-basierten Regulierung	154
4.2.6.1	Hindsight driven enforcement	154
4.2.6.2	Schlussfolgerung aus den englischen Bedenken	155
4.2.7	Kritik an der prinzipien-basierten Regulierung . .	155
4.3	Vergleich des Regulierungskonzepts von COLL und InvG	156
4.3.1	Vertrieb als Anknüpfungspunkt in COLL	156
4.3.2	Regulierungsstruktur des InvÄndG	157
4.3.2.1	Öffentlicher Vertrieb im Sinne des InvG	157
4.3.2.2	Zwingend öffentlicher Vertrieb von Anteilen an inländischen Investmentvermögen	159
4.3.3	Potentielle Vorteile einer Anknüpfung an die Öffentlichkeit des Vertriebs	160
4.3.4	Die britische Anknüpfung an den Vertrieb	161
4.3.4.1	Genehmigungserfordernis	162
4.3.4.2	Genehmigungsarten	162
4.3.5	Differenzierung zwischen den Collective Investment Schemes Typen	163
4.3.5.1	Autorisierte Collective Investment Schemes .	163
4.3.5.2	Nicht autorisierte CIS	164
4.3.5.3	Unterschiede der Regulierung von autorisierten und nicht autorisierten Fonds . .	164
4.3.5.4	Stellungnahme zur Differenzierung nach der Öffentlichkeit des Vertriebs	165
4.3.6	Das Financial Promotion Regime	166
4.3.6.1	Einladung und Anreizsetzung	167
4.3.6.2	Im Rahmen eines Geschäftsbetriebs	168
4.3.6.3	Differenzierung zwischen Kommunikationsweisen	168
4.3.6.3.1	Stellungnahme zur Differenzierung zwischen den Kommunikationenformen .	168
4.3.6.3.2	Solicited und unsolicited Kommunikationen	169

4.3.6.4	Vergleich mit der deutschen Regelung von Vertriebsmaßnahmen	170
4.3.6.5	Verhaltensregeln für die finanzielle Promotion	170
4.3.6.6	Stellungnahme zum Financial Promotion-Regime	172
4.3.6.7	Stellungnahme zur Verknüpfung von Genehmigung und freiem Vertrieb	173
4.3.7	Conduct of Business Rules	174
4.3.7.1	Die Klienten-Klassifikation	174
4.3.7.1.1	Retail clients (Privatkunden)	175
4.3.7.1.2	Professional clients (Professionelle Kunden)	175
4.3.7.1.3	Eligible Counterparties	176
4.3.7.2	Wahlweise Herabstufung oder Heraufstufung	176
4.3.7.3	Client's Best Interest Rule	177
4.3.8	Retail Investor Schemes	177
4.3.9	Unregulierte Collective Investment Schemes	178
4.3.10	Qualified Investor Schemes	178
4.3.10.1	Lighter Touch Regulierung	179
4.3.10.1.1	Scheme Documentation	179
4.3.10.1.2	Längere Dauer des Genehmigungsverfahrens	180
4.3.10.1.3	Vorteile der QIS für professionelle Anleger	181
4.3.10.1.4	Systematische Einordnung der QIS	181
4.3.10.1.5	Schlüsse aus der QIS Regulierung für den Schutz der Privatkunden	181
4.3.10.2	QIS als Modell für das deutsche Recht	182
4.3.10.2.1	Die Eintrittsschranke – Eine Wiedereinführung der Börsentermingeschäftsfähigkeit?	182
4.3.10.2.1.1	Bedenken gegenüber einer Eintrittsschranke	183
4.3.10.2.1.2	Vorteile einer Eintrittsschranke	183
4.3.10.2.1.3	Rechtsfolge einer fehlerhaften Zulassung zu einem Investmentvermögen	184
4.3.10.2.2	Zwischenfazit zum Anlegerschutzniveau einer vertriebsbasierten Regulierung . . .	184

4.3.10.2.2.1	Anlegerschutzeffizienz eines prinzipien-basierten Ansatzes	186
4.3.10.2.2.2	Schlussfolgerungen für das deutsche Recht	186
4.3.10.2.3	Kosten-Nutzen-Erwägungen bezüglich eines Paradigmenwechsels	188
4.3.10.2.4	Abwägung von Kosten und Nutzen	189
4.3.10.2.4.1	Erforderlichkeit	189
4.3.10.2.4.2	Angemessenheit	190
4.3.10.2.4.3	Abwägungsergebnis	191
5	CORPORATE GOVERNANCE BEI INVESTMENTVERMÖGEN . .	193
5.1	Fortlaufende Kontrolle der Investmentvermögen	193
5.2	Das Investment-Dreieck	193
5.3	Gang der Untersuchung	194
5.4	Investmentvermögen: Prinzipal-Agenten-Beziehungen . .	195
5.4.1	Typische Prinzipal-Agenten-Probleme	197
5.4.2	Dauervertragsverhältnis als Anreiz für anlegerschädigendes Verhalten	199
5.4.3	Interessenkonflikte bei der Verwaltung von Investmentvermögen	199
5.4.4	Implikationen der potentiellen Risiken für die Governance Struktur	200
5.5	Die internen Kontrollmechanismen in der KAG	200
5.5.1	Die Rechtsform der KAG	200
5.5.2	Die Kapitalausstattung	201
5.5.3	Verhaltenspflichten des InvG	201
5.5.3.1	Sorgfaltspflichten	202
5.5.3.1.1	Pflichten für die Entscheidungsvorbereitung	203
5.5.3.1.2	Sorgfaltspflichten hinsichtlich der Anlageentscheidung	204
5.5.3.2	Loyalitätspflichten des InvG	205
5.5.3.3	Pflichten beim Auftreten von Interessenkonflikten	205
5.5.3.3.1	Potentielle Interessenkonflikte bei der KAG	206
5.5.3.3.2	Unmittelbare Interessenkonflikte	206
5.5.3.3.3	Mittelbare Interessenkonflikte	208
5.5.3.3.4	Organisationspflichten	209

5.5.3.3.4.1	Compliance-Organisation der KAG	211
5.5.3.3.4.2	Stellungnahme zur Wirksamkeit der Compliance-Instrumente	211
5.5.3.3.5	Rechtsfolgen beim Verstoß gegen die Pflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten	213
5.5.4	Verhaltenssteuerung durch Sorgfaltspflichten	213
5.5.5	Umgang mit Interessenkonflikten im englischen Investmentrecht	216
5.5.5.1	<i>Unit Trusts und Sondervermögen</i>	216
5.5.5.1.1	Unit Trusts	217
5.5.5.1.2	Der Trust	217
5.5.5.1.3	Besonderheiten des Unit Trusts	218
5.5.5.1.3.1	Gründung eines Unit Trust	219
5.5.5.1.3.2	Rechtsbeziehungen im Unit Trust	220
5.5.5.1.4	Der Manager im Unit Trust	220
5.5.5.1.5	Grundlagen der fiduziarischen Pflicht des Trustees	222
5.5.5.1.5.1	„Duty of good faith“ Regel	223
5.5.5.1.5.2	„No conflict“-Regel	224
5.5.5.1.5.3	Self-dealing und die fair-dealing-Regeln	225
5.5.5.1.5.4	„No unauthorized gains“ Regel	225
5.5.5.1.6	Folgen des Verstoßes gegen die fiduziarischen Pflichten	226
5.5.5.2	Anregungen für das deutsche Recht	226
5.5.5.2.1	Vermeidung von Interessenkonflikten	227
5.5.5.2.2	Rechtsfolge des Handelns bei Bestehen eines Interessenkonflikts	228
5.5.6	Die Kontrolle durch den Aufsichtsrat	229
5.5.6.1	Der Aufsichtsrat der KAG	229
5.5.6.1.1	Besonderheiten der KAG in der Gesellschaftsform einer GmbH	229
5.5.6.1.2	Aufgaben des Aufsichtsrats	230
5.5.6.1.2.1	Wahrung der Interessen der Anleger	231
5.5.6.1.2.2	Besondere Governancestruktur von Investmentvermögen	232

5.5.6.1.3	Optionen zur Eindämmung von Interessenkonflikten	233
5.5.6.1.3.1	Verhaltensregeln für Aufsichtsratsmitglieder	233
5.5.6.1.3.2	Wirksamkeit der Verhaltensregulierung durch die Wohlverhaltensregeln	234
5.5.6.1.3.3	Die Erforderlichkeit der Unabhängigkeit wegen des Auftretens von Interessenkonflikten .	236
5.5.6.1.3.4	Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern in der Systematik des AktG	237
5.5.6.1.3.5	Die Regelungen des Aktiengesetzes .	239
5.5.6.1.4	Anregungen aus dem Wertpapierdienstleistungsrecht	242
5.5.6.1.4.1	Organisatorische Maßnahmen zur Lösung struktureller Interessenkonflikte	243
5.5.6.1.4.2	Übertragung des Modells auf das InvG	243
5.5.6.1.5	Vergütungen als Instrument zur Verhaltenssteuerung	244
5.5.6.1.6	Unabhängigkeit - Erfordernis eines unabhängigen Aufsichtsratsmitglieds . . .	244
5.5.6.1.6.1	Begriff der Unabhängigkeit	245
5.5.6.1.6.2	Regelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex	247
5.5.6.1.6.3	Unabhängigkeitsbegriff der Empfehlung der EU-Kommission . .	248
5.5.6.1.6.4	Diskussion um die Empfehlungen der EU-Kommission	249
5.5.6.1.6.5	Implikationen des Unabhängigkeitsbegriffs für die KAG	250
5.5.6.1.6.6	Relevanz eines unabhängigen Aufsichtsratsmitglieds	252
5.5.6.1.6.7	Einfluss eines unabhängigen Aufsichtsratsmitglieds	253

5.5.6.1.6.8	Anzahl unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder	253
5.5.6.1.6.9	Beispiel des englischen Rechts	254
5.5.6.1.6.10	Konsequenzen aus dem britischen Modell für das deutsche Recht	255
5.5.6.1.6.11	Unabhängigkeitserfordernisse im US-amerikanischen Recht	256
5.5.6.1.6.12	Konsequenzen aus dem US-amerikanischen Modell für das deutsche Recht	258
5.5.6.1.7	Fazit zum Umfang des Unabhängigkeitserfordernisses	258
5.5.6.1.7.1	Verbesserung des Anlegerschutzes bei der Unabhängigkeit nur eines Aufsichtsratsmitglieds	259
5.5.6.1.7.2	Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder durch die Anleger	259
5.5.6.1.7.3	Probleme der Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder durch die Anleger	260
5.5.6.1.7.4	Stellvertretung der Anleger	262
5.5.6.1.7.5	Stellungnahme zur Bestellung der Aufsichtsratsmitglieder durch die Anleger	263
5.5.6.1.7.6	Anlageausschuss	264
5.5.6.1.7.7	Eine Mehrheit unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder - verfassungsrechtliche Perspektive . .	264
5.5.6.1.7.8	Fazit zu den Anforderungen an die Aufsichtsratsmitglieder	268
5.5.6.2	Abschlussprüfung	268
5.6	Externe Corporate Governance	269
5.6.1	Depotbank	269
5.6.2	Verwahrfunktion der Depotbank	270
5.6.2.1	Kontrollpflicht der Depotbank	271
5.6.2.2	Potentielle Interessenkonflikte bei der Ausübung der Kontrolle durch die Depotbank	273

5.6.2.3	Eindämmung der Interessenkonflikte der Depotbank	276
5.6.2.3.1	Inkompatibilitätsvorschriften	276
5.6.2.3.2	Kritik an der Effektivität der Inkompatibilitätsvorschriften	276
5.6.2.3.3	Vorgaben für Organisation und Verfahren	277
5.6.2.3.3.1	Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen	278
5.6.2.3.3.2	Unabhängige Compliancestelle	278
5.6.2.3.3.3	Defizite der organisatorischen Maßnahmen	279
5.6.2.3.4	Kontrolle der Depotbank durch die Wirtschaftsprüfer	279
5.6.2.3.5	Verbot von Konzernverflechtungen zwischen KAG und Depotbank	280
5.6.2.3.5.1	Stellungnahme zur Trennung von Depotbank und KAG	280
5.6.2.3.5.2	Anregungen aus dem englischen Recht	281
5.6.2.3.5.3	Implikationen einer rechtlichen Trennung von KAG und Depotbank	282
5.6.2.3.6	Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse der KAG	283
5.6.2.3.7	Kontrollinstrumente der Depotbank	283
5.6.2.3.7.1	Informationsrechte	283
5.6.2.3.7.2	Selbsteintrittsrecht der Depotbank	284
5.6.2.3.7.3	Recht der Depotbank zur Abberufung der KAG	285
5.6.2.3.8	Abberufung des Trustees im britischen Recht	286
5.6.2.3.8.1	Abberufung wegen mangelnder finanzieller Stabilität	286
5.6.2.3.8.2	Anlegerinteresse als Abberufungsgrund	287
5.6.2.3.8.3	Stellungnahme zu einer Einführung des Abberufungsrechts im deutschen Recht	287
6	ERGEBNISSE DER ARBEIT	289
6.1	Bedürfnis nach Anlegerschutz	289

6.2	Verbesserungsvorschläge für die Publizitätsinstrumente bei Investmentvermögen	289
6.3	Prinzipien-basierte Regulierung	290
6.4	Vertrieb als Anknüpfungspunkt von Regulierung	290
6.5	Corporate Governance	292
6.5.1	Corporate Governance Maßnahmen innerhalb der KAG	292
6.5.2	Mehrheit unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder	292
6.5.3	Alternativ: Spezifizierung der Anforderungen an das unabhängige Aufsichtsratsmitglied	293
6.5.4	Kontrolle durch die Depotbank	293
LITERATURVERZEICHNIS		295

Abkürzungsverzeichnis

Abl.	Amtsblatt
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvG	Auslandsinvestmentgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BNatSchG	Bundesnaturschutzgesetz
BörsG	Börsengesetz
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache

BuB Bankrecht und Bankpraxis

BVerfG Bundesverfassungsgericht

BVerfGE Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

CESR Committee of European Securities Regulators

Ch. Chapter

CIS Collective Investment Schemes

COBS Conduct of Business Rules

COLL Collective Investment Schemes Sourcebook

CP Consultation Paper

DCGK Deutscher Corporate Governance Kodex

DB Der Betrieb

DerivateV Derivateverordnung

ders. derselbe

DÖV Die Öffentliche Verwaltung

DVBl Deutsches Verwaltungsblatt

EU Europäische Union

EuZW Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

f. folgende

ff. fortfolgende

FinDAG Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

FMFG Finanzmarktförderungsgesetz

FPO Financial Services & Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order
2005

FSA	Financial Services Authority
FSMA 2000	Financial Services and Markets Act
GenG	Gesetz betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Halbbd.	Halbband
HGB	Handelsgesetzbuch
InvG	Investmentgesetz
InvÄndG	Investmentänderungsgesetz
InvPrüfV	Investment-Prüfungsberichtsverordnung
i.S.d.	im Sinne des/der
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KID	Key Information Document
KWG	Kreditwesengesetz
LiqV	Liquiditätsverordnung
Ltd.	Limited
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MMR	Multimedia und Recht

m.w.N. mit weiteren Nachweisen

NJW Neue Juristische Wochenschrift

Nr. Nummer

NVwZ Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht

NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

OEIC Open-ended Investment Company

OGAW Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

OLG Oberlandesgesetz

ÖPP Öffentlich-Private Partnerschaft

OVG Oberverwaltungsgericht

PERG Perimeter Guidance Manual

PRIN The Principles

QIS Qualified Investor Scheme

RGBI Reichsgesetzblatt

Rn. Randnummer

SRI Synthetic Risk Indicator

S. Satz, Section

ss. sections

SEC Securities and Exchange Commission

TER Total Expense Ratio

TKG Telekommunikationsgesetz

u.a. und andere

UCITS Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

UK United Kingdom

USA	United States of America
VersR	Versicherungsrecht
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
Vgl.	Vergleiche
WM	Wertpapiermitteilung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZFBF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht

1 Einführung

1.1 EINLEITUNG

Die Kapitalanlage in Investmentvermögen hat eine hohe gesellschaftliche Relevanz. Diese resultiert nicht nur aus dem Boom von Hedgefonds der letzten Jahre, sondern vornehmlich aus der steigenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge. 28,3 % aller deutschen Haushalte, also 9,3 Millionen, halten Anteile an Investmentvermögen,¹ durchschnittlich jeweils 1,8 verschiedene Arten von Investmentvermögen.² Die Verbreitung der privaten Altersvorsorge in Form von Kapitalanlagen in Investmentvermögen wird durch die Einführung von staatlichen subventionierten Modellen wie der Riester-Rente gefördert. So hat sich in den letzten fünf Jahren der Anteil reiner Investmentfondsverträge an den abgeschlossenen „Riester-Renten“ von circa sieben auf rund 20 % gesteigert.³ Zudem hat die Anlage in Investmentvermögen für private Haushalte eine besondere Relevanz, da oftmals deren zukünftiges wirtschaftliches Wohlergehen von der Wertentwicklung ihrer Investmentvermögensanteile abhängt.⁴

Trotz der hohen Bedeutung der Vermögensanlage werden Privatkunden oft Probleme haben, die Risiken von Anlageformen einzuschätzen und eine informierte Auswahl unter den verschiedenen Anlagemöglichkeiten zu treffen. Tätigen sie eine Anlage in Investmentvermögen, so wird es Ihnen häufig nicht möglich sein, die Entwicklung ihrer Vermögensanlage derart zu überwachen, dass sie im Falle eines Verlustrisikos Maßnahmen ergreifen können, um das Eintreten eines Verlusts zu verhindern.

Bislang fehlt es an Studien, die sich mit dem Entscheidungsverhalten von Privatkunden bezüglich der Anlage in Investmentvermögen und dem

1 Bundesverband Investment und Asset Management (BVI), Grundlagenstudie Investmentfonds 2009, S. 5.

2 BVI, Grundlagenstudie Investmentfonds 2009, S. 8.

3 BVI, Investmentinformation, 8. Februar 2010.

4 Vgl. Llewellyn, The economic rationale for financial regulation, S. 37.

weiteren Umgang mit der Anlage beschäftigen und so die aus mangelnden Kenntnissen resultierenden Risiken für die Privatkunden empirisch aufzeigen. Allerdings zeigen Studien zum allgemeinen Verhalten von Privatkunden in wirtschaftlichen Zusammenhängen und insbesondere bei Investitionen am Kapitalmarkt, dass erhebliche Probleme auftreten, fundierte Entscheidungen zu treffen. Aus diesen Studien kann abgeleitet werden, dass vergleichbare Probleme auch im Umgang von Privatkunden mit Investmentvermögensanteilen auftreten könnten, da diese eine mindestens ebenso komplexe Anlageentscheidung und fortlaufende Aufmerksamkeit erfordern wie andere Wertpapiere.

Daher soll sich diese Arbeit mit der Frage des Anlegerschutzes für Privatkunden befassen. Anlegerschutz im Investmentvermögensrecht ist eine komplexe Materie, in die verschiedenste Aspekte hineinspielen. So ist zwischen den Ebenen des Anlegerschutzes bei der Anlageentscheidung und nach der Anlageentscheidung sowie während der Laufzeit der Anlage in Investmentvermögen zu differenzieren. Für den Anlegerschutz bei der Anlageentscheidung sind Publizitätsmaßnahmen, sowie die regulative Ausgestaltung von Investmentvermögen von Bedeutung. Auch spielt die Anlageberatung eine Rolle, welche jedoch nicht Thema dieser Arbeit sein soll. Nach der Anlageentscheidung wird die Effizienz des Anlegerschutzes durch die Ausgestaltung des rechtlichen Rahmens der Investmentvermögen, die Funktionalität der internen Kontrolle in der KAG sowie die Kontrolle durch die Depotbank und BaFin beeinflusst.

1.2 GEGENSTAND DER UNTERSUCHUNG

Die Zielsetzung dieser Arbeit ist es, eine systematische Analyse des Anlegerschutzes im deutschen Investmentrecht vorzunehmen, um bestehende Schutzdefizite zu ermitteln und Verbesserungsvorschläge für den Anlegerschutz zu erarbeiten.

Dafür sollen im Wege der Rechtsvergleichung die deutschen Anlegerschutzregelungen, mit den Anlegerschutzinstrumenten des englischen Rechts verglichen werden. Aus diesem Vergleich sollen als Ergebnis Regulierungsvorschläge für ein verbessertes Anlegerschutzsystem in Deutschland erarbeitet werden. Hierfür sollen auch die volkswirtschaftlichen und psychologischen Erkenntnisse zum menschlichen Entscheidungsverhalten in wirtschaftlichen Kontexten berücksichtigt werden.

Innerhalb des Investmentrechts soll der Fokus auf den Investmentvermögen in Form von Sondervermögen liegen, da die Investment AG keine große praktische Relevanz aufweist und sich bei Sondervermögen komplexere Anlegerschutzprobleme ergeben.

1.3 GANG DER UNTERSUCHUNG

Der Gang der Untersuchung teilt sich in vier Abschnitte, erstens die Analyse des generellen Bedürfnisses für Anlegerschutz und zweitens der Effizienz des bestehenden Anlegerschutzes durch Publizität. Der dritte Abschnitt beschäftigt sich mit der Frage, wie Anlegerschutz durch Regulierung verbessert werden kann und abschließend werden die Corporate Governance-Strukturen auf ihre Anlegerschutzeffizienz hin beleuchtet.

Um die Erforderlichkeit von Anlegerschutz und die Anlegerschutzinstrumente zu diskutieren, sind zunächst die Grundlagen des Investmentvermögensrechts sowie die Gründe für die Nutzung von Investmentvermögen darzustellen.

2 Grundlagen des Investmentrechts

2.1 GRUNDLAGEN DES INVESTMENTRECHTS

2.1.1 *Hintergrund des Investmentrechts*

Die ursprüngliche Funktion des Investmentrechts war und ist, Anlegern auch mit kleinem Kapitaleinsatz einen Zugang zum Kapitalmarkt zu eröffnen,¹ ohne sie in vollem Umfang den Gefahren der Anlage am Kapitalmarkt auszusetzen.² Investmentvermögen sind daher Kapitalsammelstellen, deren Kapital durch ein erfahrenes Management nach dem Grundsatz der Risikostreuung in verschiedene Vermögenswerte angelegt wird, um einen möglichst hohen Ertrag für die Anleger zu erzielen.³ Gerade aber Anlageprodukte mit hohen Renditechancen bergen oftmals ein hohes Risiko.⁴

2.1.2 *Kollektive Kapitalanlage nach den Grundsätzen der Risikomischung*

Investmentvermögen sind gemäß § 1 S. 2 InvG Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage, die nach dem Grundsatz der Risikomischung in Vermögensgegenstände im Sinne des § 2 IV InvG angelegt sind. Eine gemeinschaftliche Kapitalanlage liegt vor, wenn die Vermögensmasse mehr als einen Anleger haben kann.⁵ Der Begriff „Anleger“ wird im InvG nicht

¹ *Schnyder*, in Münchener Kommentar zum BGB, Internationales Kapitalmarktrecht, Rn. 168; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.2.

² *Beckmann*, in Beckmann/Scholtz, Investment, 409 Einleitung, Rn. 1.

³ Vgl. *Köndgen* in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 1 f.; *Kasberg*, Steuerliche Aspekte der Investment-Aktiengesellschaft, S. 3; vgl. *Beckmann*, in Beckmann/Scholtz, Investment 409, Einleitung Rn. 1; so auch *Müller*, Die Investmentgesellschaft, S. 13.

⁴ *Boutonnet*, Portfolio-Optimierung – Die Mischung macht's, Kurs 2007, S. 38.

⁵ Vgl. *BaFin*, Rundschreiben 14/2008, im Kontext von ausländischen Investmentvermögen.

definiert. Allerdings lässt er sich historisch herleiten. In § 1 I KAGG wurde noch der Begriff Anteilsinhaber verwandt und als jeder Einleger definiert. Das InvG weicht von dieser Definition sachlich nicht ab, so dass ein Anleger jede natürliche und juristische Person ist, welche einen bestimmten Geldbetrag in Höhe des Ausgabepreises gemäß § 23 II S. 1 InvG in ein Sondervermögen einlegt und einen Anteil an diesem Sondervermögen erwirbt.⁶

2.1.3 Grundlagen der Investmentvermögensgestaltung

Investmentvermögen können verschieden organisiert sein. Die in Deutschland üblichste Investmentvermögensvariante ist die vertragliche Investmentfondsgestaltung. Sie hat die Form einer Treuhandkonstruktion, deren dingliche und insolvenzrechtliche Grundlage das Sondervermögen darstellt.⁷ Die Sondervermögen werden von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) verwaltet. Die KAG ist für das Fondsmanagement zuständig. Die Verwahrung des Sondervermögens obliegt der Depotbank, die eine Kontrollfunktion gegenüber der KAG inne hat.

Investmentvermögen können auch als Investmentaktiengesellschaften (Investment-AG) ausgestaltet sein. Investment-AGs sind in der Praxis jedoch absolut unüblich. Daher liegt der Fokus dieser Arbeit auf den Investmentvermögen in Form von Sondervermögen.

2.1.3.1 Sondervermögen

Die KAG hat das Vermögen der Anleger getrennt von ihrem eigenen Vermögen zu halten (sogenanntes „Sondervermögen“).⁸ Das Sondervermögen schafft die dinglichen⁹ und die insolvenzrechtlichen Voraussetzungen für die treuhänderische Verwaltung¹⁰ des Anlage-Portfolios durch die KAG.¹¹

6 Bartz, in Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 50 Rn. 23.

7 Roth, Treuhandmodell des Investmentrechts, S. 129 ff.; Köndgen/Schmies in Schimansky-/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 57.

8 § 30 I S. 2 InvG.

9 Präziser wäre es von „verfügungsrechtlichen“ Voraussetzungen zu sprechen, vgl. Roth, Treuhandmodell des Investmentrechts, S. 129 ff.

10 Grundlegend hierzu Roth, Treuhandmodell des Investmentrechts, S. 129 ff.

11 Köndgen/Schmies in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 57.

Sondervermögen weisen¹² drei Strukturmerkmale auf:¹³ Erstens die Trennung des Sondervermögens vom Allgemeinvermögen, insbesondere durch Verfügungs- und Verwaltungsbeschränkungen zu Lasten des Vermögensinhabers, also der KAG. Zweitens die Bestandserhaltung des Sondervermögens, insbesondere durch Surrogation. Drittens eine Haftungssonderung, welche auch im Falle einer Insolvenz durchgehalten wird.¹⁴

2.1.3.2 *Verwaltung des Sondervermögens durch die KAG*

Kapitalanlagegesellschaften sind Gesellschaften, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, Sondervermögen zu verwalten und Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen¹⁵ zu erbringen.¹⁶ Die KAG ist zwingend entweder als Aktiengesellschaft (AG) oder als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) zu organisieren.¹⁷ Sie ist verpflichtet, einen Aufsichtsrat zu bestellen, gleich ob sie die Rechtsform der AG¹⁸ oder der GmbH hat. Das InvG schreibt auch bei der Verwendung der Gesellschaftsform einer GmbH für die KAG einen Aufsichtsrat zwingend vor.¹⁹ Die KAGen unterliegen der Aufsicht durch die BaFin.²⁰

Die KAG verwaltet das Sondervermögen auf Basis einer Vielzahl von Investmentverträgen, die sie mit den Anlegern in Form vorformulierter und von der Aufsichtsbehörde genehmigter Vertragsbedingungen abschließt.²¹ Sie ist verpflichtet, im ausschließlichen Interesse ihrer Anleger und der Integrität des Marktes zu handeln.²² Zudem hat sie ihre Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im besten Interesse der von ihr verwalteten Sondervermögen und der Integrität des Marktes auszuüben und sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten

12 Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass Sondervermögen nicht immer vom Privatrecht gleich ausgestaltet sind, die Strukturmerkmale sind jedoch allen Sondervermögen gemein.

13 Zur Dogmatik der Sondervermögen grundsätzlich, *Enneccerus/Nipperdey*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 1. Halbbd., § 132.

14 Diese als Hauptfunktion der Miteigentumslösung bezeichnend, *Caemmerer*, Kapitalanlage und Investmentgesellschaften, JZ 1958, 41 (46).

15 Gemäß § 7 II InvG.

16 Vgl. § 6 I S. 1 InvG

17 § 6 I S. 2 InvG.

18 Die Verpflichtung zur Bestellung eines Aufsichtsrates bei der AG folgt bereits aus §§ 30 ff., 95 ff. AktG.

19 § 6 III InvG.

20 § 5 S. 1 InvG.

21 *Fock*, Das neue Recht der Investmentaktiengesellschaft, BB 2006, 2371.

22 § 9 II Nr. 1 InvG.