

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

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; Kämpel, 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.

zu bemühen.²³ Treten unvermeidliche Interessenkonflikte auf, hat sie dafür zu sorgen, dass unvermeidliche Konflikte unter der gebotenen Wahrung der Interessen der Anleger gelöst werden.²⁴

2.1.3.3 *Depotbank*

Die Depotbank muss ein Kreditinstitut sein, das seinen Sitz in Deutschland hat. Sie muss zum Einlagen- und Depotgeschäft zugelassen sein.²⁵

Die Depotbank verwahrt das Sondervermögen, das die KAG verwaltet. Es erfolgt eine organisatorische Trennung von Portfolio-Verwaltung und Portfolio-Verwahrung, die der institutionellen Absicherung der Integrität des Sondervermögens dient.²⁶ Zudem übt die Depotbank eine Rechtmäßigkeitskontrolle hinsichtlich der Handlungen der KAG aus. Die Depotbank ist berechtigt und verpflichtet, gegebenenfalls Ansprüche der Anteilsinhaber gegen die KAG geltend zu machen. Im Falle einer Zwangsvollstreckung in das Sondervermögen hat sie eine Drittwidder spruchsklage nach § 771 ZPO zu erheben.²⁷ Die Depotbank muss unabhängig von der KAG und im ausschließlichen Interesse der Anleger handeln. Sie hat eine Schutzfunktion zugunsten von Sondervermögen und Anteilsinhabern.²⁸ Die Depotbank erhält eine Vergütung aus dem Sondervermögen.²⁹

2.1.3.4 *Typische Probleme des Investmentrechts*

Bei Investmentvermögen treten aufgrund der Dreiecksstruktur zwischen KAG, Depotbank und Anlegern Interessenkonflikte auf. Kern der Interessenkonflikte ist der Umstand, dass die Anleger in der Regel keine Gesellschafter der KAG sind. Sie können daher nicht innerhalb der Gesellschaft Einfluss nehmen. Es bestehen zudem strukturelle Schwierigkeiten der Anleger, die Fondsverwaltung zu kontrollieren. Bei Sondervermögen erfolgt daher eine Kontrolle des Handelns der Geschäftsleitung der KAG durch ihren Aufsichtsrat, die Depotbank, durch einen Abschlussprüfer sowie

²³ § 9 II Nr. 2 f. InvG.

²⁴ § 9 II Nr. 3 InvG.

²⁵ § 20 I S. 2 InvG.

²⁶ Köndgen/Schmies in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 113 Rn. 61; Beckmann, in Beckmann/Scholtz, Investment 410 § 2 Rn. 138.

²⁷ § 28 I InvG.

²⁸ Baur in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts § 20 Rn. 275

²⁹ § 29 II InvG.

die BaFin. Diese zahlreichen Kontrollorgane sollen sicherstellen, dass die Verwaltung des Anlagevermögens im Interesse der Anleger erfolgt.

Trotzdem können in der Praxis bei der Verwaltung von Investmentvermögen vielfältige Interessenkonflikte auf verschiedenen Ebenen auftreten. Es besteht die Möglichkeit, dass Interessenkonflikte in der KAG bestehen, wobei hier zu differenzieren ist: Eigene Interessen der KAG können mit denen der Anleger konfligieren, Interessen von Mitarbeitern der KAG und nicht in der KAG liegende Interessen der Gesellschafter der KAG können einen Interessenkonflikt bewirken. Des Weiteren kann es zu Konflikten zwischen den Interessen der Anleger verschiedener, von einer KAG verwalteter, Sondervermögen kommen. Konflikte können insbesondere auftreten, wenn eine Investition in Anlagegegenstände wie etwa Immobilien nur durch ein Sondervermögen möglich ist, die Anlage aber für mehrere Sondervermögen in Betracht kommt. Innerhalb der KAG kann entweder die Geschäftsleitung in ihren Leitungshandlungen von Interessenkonflikten betroffen sein oder die Mitglieder des Aufsichtsrates in der Ausübung ihrer Aufsichtsfunktion über die Geschäftsleitung.

Weiterhin können Interessenkonflikte zwischen der Depotbank und den Anlegern auftreten, die bewirken, dass die Depotbank ihre Kontroll- und Verwahrfunktion nicht im Interesse der Anleger wahrt. Zwischen KAG und Depotbank bestehen regelmäßig konzernrechtliche Verflechtungen,³⁰ aus denen die Gefahr von Interessenkonflikten resultiert.³¹

2.1.4 Risikodiversifizierung

Die Risikomischung oder -streuung ist ein Kernelement von Investmentvermögen. Der objektive Geschäftszweck der Investmentvermögen muss die Risikomischung sein.³² Die Ratio der Risikomischung ist, das Risiko der einzelnen Anlage zum Schutz der Anleger zu verringern.³³ Risikomischung bedeutet, dass die Anlage in einer größeren Anzahl von verschiedenartigen

³⁰ Empirisch belegt bei König, *Anlegerschutz im Investmentrecht*, S. 44 f., 127 f.

³¹ Immenga, *Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips*, S. 24; Möllers/Wenninger, *Schriftliche Stellungnahme zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften“ (Investmentänderungsgesetz – InvÄndG, BT-Drs. 16/5576)* sowie dem Antrag der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen „offene Immobilienfonds – Marktstabilität sichern, Anlegervertrauen stärken“ (BT-Drs. 16/662), S. 1 ff.

³² Vgl. BaFin, Rundschreiben 14/2008.

³³ Schnyder, in Münchener Kommentar zum BGB, *Internationales Kapitalmarktrecht*, Rn. 184; Trautmann, *Investitionen*, S. 117.

Vermögensgegenständen wie etwa Bankguthaben, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Investmentanteile oder Immobilien erfolgt.³⁴ Regelmäßig wird sie dann angenommen, wenn das Vermögen in mehr als drei Vermögensgegenständen mit unterschiedlichen Anlagerisiken angelegt ist.³⁵

Diese Anforderung basiert auf den Erkenntnissen der Portfoliotheorie.³⁶ Die Portfoliotheorie legt ihren Fokus auf den Effekt des Erwerbs eines Wertpapiers im Bezug auf das gesamte Portfolio anstatt auf die Charakteristika eines einzelnen Wertpapiers.³⁷ Die Risikomischung erfolgt deshalb durch eine Portfoliodiversifizierung. Durch diese soll eine für die Investoren ideale Balance zwischen Risiken und Erträgen geschaffen werden,³⁸ da die Portfoliodiversifizierung grundsätzlich zu einer Risikominderung führt, ohne dass die Renditeerzielung negativ beeinträchtigt wird.³⁹ Eine zufällige Herbeiführung einer Risikomischung genügt nicht, wenn für die Zusammensetzung des Investmentvermögens andere Faktoren als die Herbeiführung einer Risikomischung ausschlaggebend sind.⁴⁰

2.1.4.1 Kapitalbündelung als Voraussetzung der Risikomischung

Ein wirtschaftliches Bedürfnis für Investmentsparen besteht besonders für Anlegerkreise, die auf Grund der Höhe ihres Kapitals oder mangels Fachkenntnissen selbst keine risikostreuende Anlagepolitik verfolgen kön-

34 Baur in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 20 Rn. 319.

35 Vgl. BaFin, Rundschreiben 14/2008, bzgl. ausländischer Investmentvermögen.

36 Siehe zu den Grundlagen der Portfoliotheorie, Markowitz, Portfolio Selection, 7 Journal of Finance (1952), 77; zu den theoretischen Grundlagen von Anlageentscheidungen bei Ungewissheit über die Entwicklung des Wertes der Anlagegegenstände, Arrow, Alternative approaches to the theory of choice in risk-taking situations, 19 Econometrica (1951), 404 (433); Tobin, Liquidity Preferences as behavior towards, 25 Review of Economic Studies (1958), 65 (66 ff.).

37 Fox, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom, 95 Michigan Law Review (1997), 2498 (2510); Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, S. 315; vgl. Trautmann, Investitionen, S. 117.

38 Lajili-Jarjir/Rakotondratsimba, The number of securities giving the maximum return in the presence of transaction costs, 42 Quality Quantity (2008), 613.

39 Vgl. Markowitz, Portfolio Selection, 7 Journal of Finance (1952), 77; Posner, Economic Analysis of Law, S. 192; Fox, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom, 95 Michigan Law Review (1997), 2498 (2510); Sharpe/Alexander, Investments, S. 11; vgl. Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, S. 315 f.; Spremann, Portfoliomanagement, S. 4; siehe auch zu den Grundannahmen der Portfoliotheorie, Laux, Risikoteilung, Anreiz und Kapitalmarkt, S. 121 ff.; Maginn/Tuttle/McLeavey/Pinto, Managing Investment Portfolios, S. 4.

40 Vgl. BaFin, Rundschreiben 14/2008.

nen.⁴¹ Bei kleinem Kapitaleinsatz ist eine diversifizierte, unter Risiko- und Chancenverteilungsgesichtspunkten wirtschaftlich ausgewogene Anlagestrategie nicht möglich.⁴² Durch die kollektive Kapitalanlage in Investmentvermögen wird daher Kapital gebündelt und so eine Risikostreuung ermöglicht, die den einzelnen Anlegern in dem Umfang nicht offen stünde.

2.1.4.2 Die Grenzen der Risikominderung durch Portfoliodiversifizierung

Die Möglichkeit Risiken durch Portfoliodiversifizierung zu reduzieren stößt jedoch an Grenzen.⁴³ Für die Wertentwicklung eines Anlageportfolios sind verschiedene Arten von Risiken relevant. Bei den mit einer Kapitalanlage verbundenen Risiken werden zwei Risikoarten unterschieden: Die unsystematischen oder „Alpha“-Risiken, welche die Risiken umfassen, die keinerlei Bezug zum Markt aufweisen und die systematischen oder „Beta“-Risiken, welche in einer absoluten Korrelation mit dem Markt stehen.⁴⁴ Vereinfacht gesagt, sind die unsystematischen Risiken solche Risiken, die spezifisch mit dem Emittenten verknüpft sind. Systematische Risiken sind hingegen Marktrisiken. Portfoliodiversifizierung kann den Effekt unsystematischer Risiken einzelner Wertpapiere auf das Gesamtrisiko eines Portfolios beschränken, da solche Risiken für das einzelne Wertpapier unabhängig von den unsystematischen Risiken anderer Wertpapiere sind und sie sich so ausgleichen können.⁴⁵ Risikomischung kann aber nicht systematische Risiken eliminieren. Wenn einzelne Wertpapiere auf Grund von Faktoren von ihrem antizipierten Ertrag abweichen, die auf systematischen Risiken basieren, weichen im Allgemeinen alle Wertpapiere in dieselbe Richtung von ihren erwarteten Erträgen ab.⁴⁶ Der risikomindernde Effekt von Portfoliodiversifizierung findet demgemäß seine Grenzen bei einem Auftreten systematischer Risiken.

⁴¹ *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2326; ähnlich *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.3.

⁴² Vgl. *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2326; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.2.

⁴³ *Sharpe*, A Simplified Model for Portfolio Analysis, 9 *Management Science* (1963), 277 (279); *Lorie*, in *Lorie/Hamilton*, The Stock Market: Theories and Evidence, 108 ff.

⁴⁴ Vgl. hierzu *Malkiel*, A Random Walk down Wall Street, S. 208 ff.; *Fox*, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom, 95 *Michigan Law Review* (1997), 2498 (2511); *Coffee*, Market failure and the economic case for a Mandatory Disclosure System, 70 *Virginia Law Review* (1984), 717 (748).

⁴⁵ *Fox*, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom, 95 *Michigan Law Review* (1997), 2498 (2511).

⁴⁶ *Fox*, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who should regulate whom, 95 *Michigan Law Review* (1997), 2498 (2511); *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.4.

2.1.5 *Die Transaktionskosten*

Eine weitere Konsequenz der kollektiven Kapitalanlage ist die Senkung der Transaktionskosten für die einzelne Vermögensanlage. Transaktionskosten sind die Kosten, die aus einer Übertragung einer Sache oder einer Dienstleistung resultieren.⁴⁷ Sie folgen aus Marktversagen und werden als die Kosten beschrieben, die durch das Betreiben des ökonomischen Systems entstehen.⁴⁸ Mit dem InvÄndG wurden Transaktionskosten auch im InvG definiert. Gemäß § 41 S. 3 InvG sind Transaktionskosten alle Nebenkosten des Erwerbs und der Veräußerung von Vermögensgegenständen für Rechnung des Sondervermögens, die innerhalb eines Geschäftsjahres bei der Verwaltung zulasten des Sondervermögens anfallen. Die Nebenkosten des Erwerbs sind die Anschaffungsnebenkosten.⁴⁹

Transaktionskosten beziehen sich auf die einzelne Transaktion. Elemente der Transaktionskosten sind z.B. Informationskosten, Verwaltungskosten, Zugangs- und Erschließungskosten für Märkte, Kosten auf Grund der Komplexität von Transaktionen, sowie Kosten für die Unterhaltung von IT Systemen.⁵⁰

2.1.6 *Skalenerträge durch die kollektive Vermögensanlage*

Wird Vermögen investiert, treten Transaktionskosten auf. Besonders hoch sind die Kosten der Anleger, sich fundiert über ein Unternehmen zu informieren, dessen Aktien sie erwerben wollen. Zudem ist es praktisch unmöglich für den Durchschnittsanleger alle Aspekte zu ermitteln, die für die Beurteilung der Ertragsentwicklung eines Unternehmens relevant sind.⁵¹ Eine solche Recherche wäre auch volkswirtschaftlich unökonomisch,

⁴⁷ Siehe David/Han, A systematic assessment of the empirical support for the transaction cost economics, 25 Strategic Management Journal (2004), 39 (40); vgl. Picot/Dietl/Frank, Organisation: eine ökonomische Perspektive, S. 57.

⁴⁸ Coase, The nature of the Firm, 4 Economica (1937), 386; Williamson, Markets and Hierarchies, S. 8 ff.; ders. Transaction Cost Economics, 8 Journal of Economic Behavior and Organization, 617 (618); vgl. Arrow, The organization of economic Activity: Issues Pertinent to the choice of market versus non-market allocation, in The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System 1, S. 12.

⁴⁹ BT-Drucksache 16/5576, Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz – InvÄndG), S. 68.

⁵⁰ Vgl. David/Han, A systematic assessment of the empirical support for the transaction cost economics, 25 Strategic Management Journal (2004), 39 (49).

⁵¹ Easterbrook/Fischel, Mandatory Disclosure and the protection of investors, 70 Virginia Law Review (1984), 669 (675).