

# 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

# 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