

STELLUNGNAHME

Konsultation 08/2025

Entwurf eines Merkblatts [...] /2025 zum Umfang der aufsichtsrechtlich zulässigen Einflussnahme von Anlegern in Investmentvermögen

Geschäftszeichen FR 1903/00063#00001

Stand: 31. März 2025

A. Grundsätzliche Anmerkungen

Wir bedanken uns für die Gelegenheit im Rahmen der Konsultation 08/2025 Stellung nehmen zu können, möchten aber anmerken, dass wir die ca. zweiwöchige Konsultationsfrist angesichts der Tragweite des Themas für zu kurz bemessen halten.

Der Merkblatt-Entwurf wirft eine Reihe ungeklärter Fragestellungen auf, zu denen wir zusammenfassend folgende Punkte hervorheben möchten:

- Im Rahmen von (geschlossenen) Investmentvermögen, die als Investmentkommanditgesellschaft ausgestaltet sind, können Anleger durch die Gesellschafterversammlung u.a. über die Zustimmung zu Anlageentscheidungen beschließen. Es bleibt unklar, wie entsprechende Gesellschafterbeschlüsse mit der im Merkblatt-Entwurf vorgesehenen Unzulässigkeit von Vetorechten, Zustimmungsvorbehalten und Weisungen durch Anleger zu vereinbaren wäre. Um mögliche Konflikte bei gegenläufigen Anlageentscheidungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) im Rahmen ihres Letztentscheidungsrechts als Portfolioverwalterin zu vermeiden, sollten Investmentkommanditgesellschaften vom Anwendungsbereich des Merkblattes ausgenommen werden.
- Für die Frage, in welchen Konstellationen die Einflussnahme durch Anleger möglich ist und wann nicht, fehlt es an einer differenzierenden Betrachtungsweise nach der Art des Investmentvermögens (offen/geschlossen, Spezial-/Publikum), des Anlegertypen (Privatanleger, (semi-)professionelle Anleger, beaufsichtigte Anleger) oder der Investmentstrategien (z.B. Multi-Assets, Single Assets, langfristig, Blind-Pool).
- Die geforderte Dokumentation jeder Art der Einflussnahme durch Anleger führt zu einem unverhältnismäßigen Bürokratiemehraufwand und sollte auf konkrete und gezielte Vorgänge beschränkt werden; die Pflicht zur Gegenzeichnung der Sitzungsprotokolle von Anlegerausschüssen durch beaufsichtigte Anleger ist praxisfremd und zu weitgehend.
- Im Zuge unzulässiger Vetorechte, Zustimmungsvorbehalte und Weisungen würden vielfach vertragliche Anpassungen notwendig werden (z.B. in Gesellschaftsverträgen, in Auslagerungsverträgen mit externen Portfolioverwaltern oder in Vereinbarungen mit Anlageausschüssen). **Daher bedarf es einer Bestandsschutzregelung für bestehende Fonds bzw. einer grundsätzlichen Übergangsfrist, die mindestens sechs Monate ab Veröffentlichung des Merkblattes betragen sollte.**

Angesichts dieser und weiterer Problempunkte möchten wir anregen, **eine Austauschrunde mit den beteiligten Verbänden zu initiieren**, um die genannten Fragestellungen mit der gebotenen Tiefe zu erörtern und gemeinsam Lösungen für einen Umgang zu finden, der den aufsichtsrechtlichen Anforderungen wie den praktischen Bedürfnissen gleichermaßen gerecht wird.

B. Anmerkungen im Einzelnen

1. Verhältnismäßige und praxisgerechte Aufsichtspraxis unerlässlich

Unklar ist, warum der Entwurf des Merkblattes zum jetzigen Zeitpunkt veröffentlicht wird und ob es einen bestimmten Anlass wie beispielsweise konkrete Vorfälle in der Praxis gegeben hat, durch die die Festlegung einer Verwaltungspraxis zu den Grenzen der Einflussnahme von Anlegern notwendig geworden ist.

Die Vorgaben des Merkblattes zielen mutmaßlich auf das Zusammenwirken der KVG mit *institutionellen* Anlegern ab. In diesem Bereich gibt es eine über viele Jahre eingespielte Praxis, in der sich die von der KVG zu beachtenden Anforderungen des KAGB mit den praktischen Bedürfnissen der beteiligten Anleger ausgleichend gegenüberstehen. Diejenigen Fälle, in denen Anleger auf Anlageentscheidungen in einen nicht mehr zulässigen Maße Einfluss ausüben, dürften sich unserer Einschätzung nach auf wenige spezifische Einzelfallkonstellationen beschränken.

Es ist zu befürchten, dass die praktischen Abstimmungsprozesse mit den Vorgaben des Merkblatt-Entwurfs komplizierter und bürokratischer werden, unabhängig davon, ob aufgrund ihrer Ausrichtung überhaupt eine übermäßige Anlegereinflussnahme droht oder nicht. In der Konsequenz könnte dies nicht nur zu einem Vertrauensverlust im Verhältnis zwischen KVG und Anlegern führen. Institutionelle Anleger könnten sich auch in ihren Anlegerrechten beschnitten fühlen mit der Folge, dass sie zukünftig vermehrt die Auflage von Anlageprodukten in anderen Jurisdiktionen bevorzugen könnten.

Für die Ausgestaltung des Merkblattes sollte daher besonderes Augenmerk auf die Verhältnismäßigkeit, die Folgen für die Praxis sowie die Relevanz für den Fondsstandort gelegt werden. Nachdem die Frage der Einflussnahme von Anlegern in diesem Jahr als Prüfungsschwerpunkt festgelegt wurde, möchten wir zudem dafür werben, in die finale Veröffentlichung des Merkblatts auch die Erkenntnisse aus den noch ausstehenden Prüfberichten einzubeziehen.

2. Unzulässigkeit von Vetorechten und Zustimmungsvorbehalten unvereinbar mit gesellschaftsrechtlichen Mitwirkungsrechten bei Investmentgesellschaften

Der Merkblatt-Entwurf lässt die besonderen Umstände der in der Gesellschaftsform verfassten Investmentvermögen gänzlich außer Acht.

Insbesondere im Rahmen der für geschlossene Fonds praxisgängigen Rechtsform der Investmentkommanditgesellschaft werden Anlegern regelmäßig Mitwirkungsrechte und – über entsprechende Gesellschafterbeschlüsse der Gesellschafterversammlung – konkrete Zustimmungsbefugnisse u.a. hinsichtlich der Veräußerung von Vermögensgegenständen (Immobilien) eingeräumt. Die Zulässigkeit dieser Mitwirkungsrechte in diesem Sinne ist – unabhängig von etwaigen gesellschaftsvertraglichen Regelungen – bereits nach den gesetzlichen Vorgaben nicht auszuschließen (§ 149 Abs. 1 Sa. 2 KAGB i.V.m.

§§ 161 Abs. 2, 116 Abs. 2 S. 1 HGB sowie der entsprechenden Anwendung von § 179a AktG¹). Die Verankerung von Gesellschafterbeschlüssen u.a. bezüglich der Veräußerung von Vermögensgegenständen in Gesellschaftsverträgen geschlossener Fonds ist Bestandteil der Fondsdokumentation und steht im Einklang mit der langjährigen aufsichtsrechtlichen Verwaltungspraxis. Die über Gesellschafterbeschlüsse zu erteilende Zustimmung zur Veräußerung von Vermögensgegenständen sind Ausdruck der zu schützenden Anleger selbstbestimmung und gehören zum Wesenskern der Investmentkommanditgesellschaft.

Im Entwurf des Merkblatts wird die Unzulässigkeit von Vetorechten und Zustimmungsvorbehalten durch Anleger bezüglich der Anschaffung und Veräußerung von Vermögensgegenständen mit dem aufsichtsrechtlichen Letztentscheidungsrecht der KVG gem. § 17 KAGB gerechtfertigt. Dieser Ansatz ist grundsätzlich nicht zu beanstanden. Das Merkblatt lässt allerdings offen, wie die Unzulässigkeit von Vetorechten und Zustimmungsvorbehalten mit den genannten gesellschaftsrechtlichen Mitwirkungsrechten zu vereinbaren wäre. Damit drohen unauflösbare Entscheidungskonflikte, wenn ein über die Anlage oder Veräußerung eines Vermögensgegenstandes gefasster Gesellschafterbeschluss im Widerspruch zu einer Anlageentscheidung der KVG bzw. ihres Portfolioverwalters steht. Für die KVG würden sich angesichts einer solchen Konfliktsituation weitreichende Folgefragen stellen, etwa ob sie oder der geschäftsführende Komplementär Mitwirkungsrechte der Kommanditisten verletzen würde und sie sich ggf. Schadenersatzansprüchen aussetzen könnte.

Vor diesem Hintergrund sollte das Merkblatt Investmentvermögen, die als Investmentkommanditgesellschaften ausgestaltet sind, insgesamt ausnehmen. Sofern an den Vorgaben für die Investmentkommanditgesellschaften dennoch festhalten werden sollte, bedarf es zumindest einer Bestandsschutzregelung für bestehende Fonds. Andernfalls müssten bestehende Gesellschaftsverträge im Hinblick auf etwaige Regelungen zur Beschlussfassung der Gesellschafter geändert werden. Unabhängig davon, ob eine solches Vorgehen gesellschaftsrechtlich zulässig wäre, wäre die in diesem Fall erforderliche Zustimmung durch die Gesellschafter in der Praxis kaum realisierbar.

3. Mangelnde Differenzierung nach Anlagekonzepten fragwürdig

Losgelöst von der spezifischen Problemstellung bei Investmentkommanditgesellschaften halten wir es grundsätzlich für fragwürdig, dass der Merkblatt-Entwurf von einer pauschalen Anwendung der Vorgaben auf sämtliche Anlagekonzepte ausgeht, ohne Differenzierung nach der Art des Investmentvermögens (offen/geschlossen, Spezial-/Publikum), des Anlegertypen (Institutioneller Anleger, Privatanleger, beaufsichtigte Anleger,

¹ Der BGH hat in einem Urteil v. 15.02.2022 – II ZR 235/20 zwar entschieden, dass § 179a AktG nicht analog auf die Kommanditgesellschaft anzuwenden sei, zugleich aber die Anwendung auch auf die Publikums-Kommanditgesellschaft ausdrücklich offengelassen.

internationaler Großinvestor), der Investmentstrategien (z.B. Multi-Assets, Single Assets, kleinvolumig/großvolumig, langfristig/kurzfristig, Blind-Pool).

Unter anderem für die nachfolgenden Konstellationen ist eine Differenzierung wie folgt geboten:

- Immobilien- und Sachwertfonds investieren anders als z.B. Wertpapierfonds häufig nur in einzelne oder wenige Vermögensgegenstände. Die Entscheidungsfindung hinsichtlich der Veräußerung einer einzigen Immobilie hat eine besondere strategische Tragweite. Ein solcher Fonds kann nicht mit einem Fonds, der in liquide Vermögensgegenstände investiert (z.B. Aktien) und bei dem eine laufende Umschichtung von Vermögenswerten stattfindet. Die Veräußerung der einzigen Immobilie am Ende einer Laufzeit ist keine Anlageentscheidung von vielen, sie kommt vielmehr einer Entscheidung über die grundsätzliche Ausrichtung der Anlagestrategie (Erwerb und Halten von Immobilien) nahe, für die Vetorechte und Zustimmungsvorbehalte nach Ziffer 2 des Merkblatt-Entwurfs zulässig sind. Es sollte erwogen werden, Veräußerungsentscheidungen über einzelne, wesentliche Vermögensgegenstände als grundsätzliche Entscheidungen über die Anlagestrategie zu werten und Zustimmungen und Vetorechte der Anleger diesbezüglich zuzulassen.
- Im Rahmen von Ein-Anleger-Fonds werden die Vermögensgegenstände häufig aus bilanziellen und steuerlichen Gründen von einzelnen Anlegern (häufig Versicherern) in eine Fondsstruktur eingebracht. Es liegt in der Natur der Sache, dass der Anleger, wenn er nicht die Anlageentscheidung selbst treffen möchte, zumindest eine enge Einbindung in die Entscheidungsfindung wünscht. Ein solcher Fonds unterscheidet sich erheblich von Konzepten, bei denen die KVG im Rahmen eines „Full-Service“-Ansatzes für eine Vielzahl von lediglich „passiv“ beteiligten Anlegern agiert. Soweit gesichert ist, dass die KVG durch eigenständige Plausibilisierung der Anlageentscheidung ihr Letztentscheidungsrecht tatsächlich ausübt, sollte in den Konstellationen der Asset-Einbringung durch einzelne Anleger weitgehende Spielräume für Mitspracherechte des Anlegers zulässig sein. Es bestehen Zweifel, ob die im Merkblatt-Entwurf enthaltenen Verbote von Vetorechten, Weisungen und Zustimmungsvorbehalten den Umständen dieser Konstellation gerecht werden, weshalb eine Präzisierung vorgenommen werden sollte.
- Sofern Anleger - wie insbesondere Versicherer oder Banken – ihrerseits beaufschlagte Unternehmen sind, kann es erforderlich sein, dass sie aus aufsichtsrechtlichen Gründen dazu verpflichtet sind, Mitwirkungs- und Mitbestimmungsrechte geltend zu machen. Es sollte überprüft werden, ob die hier vorgesehenen Beschränkungen der Einflussnahme durch Anleger sich mit diesen Vorgaben vereinbaren lassen. Ggfs. sollten Anpassungen vorgenommen werden.

4. Grenzen unzulässiger Investmentideen und Empfehlungen klarer fassen

Die Feststellung unter Ziffer 3 des Merkblatt-Entwurfs, dass „Investmentideen“ und „Empfehlungen“ von Anlegern zulässig seien, ist grundsätzlich zu unterstützen. Die Grenzziehung zwischen unproblematischen Anlegerempfehlungen einerseits und nicht mehr zulässigen indirekten Weisungen ist in Teilen jedoch nicht plausibel und sollte angesichts der Sensibilität der Frage klarer gefasst werden.

Die zunächst genannte Konstellation, dass der Portfolioverwalter die Empfehlungen der Anleger ohne eigene Recherche oder materielle Bewertung der Chancen und Risiken des Investments oder Deinvestments Eins-zu-Eins übernimmt, dürfte in der Praxis kaum relevant sein. Allein aus Haftungsgründen wird ein Portfolioverwalter regelmäßig auch eine eigenständige Due Diligence der Anlageentscheidung vornehmen.

Die kontinuierliche Initiative für Anlageentscheidungen durch Anleger bei gleichzeitig fehlender Initiative der KVG darüber hinaus als Indiz dafür zu werten, dass es sich tatsächlich nicht mehr um Empfehlungen, sondern um versteckte Weisungen seitens der Anleger handelt, ist nicht nachvollziehbar. Die Menge und Anzahl von Empfehlungen, die von Anlegern ausgehen, sollte stets unerheblich sein, solange nur die KVG oder die von ihr beauftragte Portfolioverwalterin im Rahmen ihres Letztentscheidungsrechts nach § 17 KAGB eine eigenständige und abschließende Bewertung vornimmt. Ist diese Voraussetzung gegeben, sollte es unproblematisch sein, wenn die KVG den Empfehlungen stets folgt. Andernfalls würde dies zur Konsequenz haben, dass die KVG stets einen bestimmten Anteil von Anlegerempfehlungen ablehnen muss, unabhängig davon, ob diese wirtschaftlich sinnvoll sind oder nicht.

5. Weitgehende Dokumentationspflichten bürokratisch und unverhältnismäßig

Zur Verhinderung nicht mit § 17 KAGB im Einklang stehender Einflussnahmen der Anleger soll die KVG bzw. der ggfs. beauftragte Portfolioverwalter nach Ziffer IV. ab Veröffentlichung des Merkblattes auf der BaFin-Internetseite „jede Form der Einflussnahme von Anlegern auf die Anlageentscheidungen“ dokumentieren.² Zwar ist die Pflicht einer sorgfältigen Dokumentation als Bestandteil einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation der KVG nachvollziehbar und grundsätzlich auch im Eigeninteresse der KVG. Mit dieser weitgefassten Formulierung droht allerdings die Pflicht zur kleinteiligen Protokollierung jeder Form informeller Kurzgespräche, etwa am Rande von Veranstaltungen oder in Telefongesprächen, in denen es nur beiläufig um eine Anlageentscheidung geht. Dies dürfte zu einem erheblichen bürokratischen Mehraufwand führen, der nicht mehr im Verhältnis zum Zweck der Dokumentationspflicht stehen würde, der grundsätzlichen Nachvollziehbarkeit der Einflussnahme von Anlegern auf die Anlageentscheidungen. Auch wäre zu befürchten, dass

² Die Formulierung des betreffenden Satzes hat bei einigen unserer Mitgliedsunternehmen zu der Annahme geführt, die Dokumentation müsse „auf der BaFin-Internetseite“ veröffentlicht werden. Wir gehen davon aus, dass dieser Einschub sich allein auf die Veröffentlichung des Merkblatts bezieht, nicht aber auf die Veröffentlichung der Dokumentation. Wir regen an die etwas missverständliche Formulierung an dieser Stelle anzupassen.

ein vertrauensvoller Umgang in der Zusammenarbeit mit den Investoren durch diese Form der kleinteiligen Dokumentation erheblich beeinträchtigt werden würde.

Die Dokumentationspflicht sollte daher auf solche Sachverhalte beschränkt werden, bei denen der Anleger durch eine eindeutige und zielgerichtete Ansprache der KVG eine konkrete Einflussnahme auf eine Anlageentscheidung verfolgt.

6. Gegenzeichnung von Protokollen durch beaufsichtigte Anleger praxisfremd

Beaufsichtigte Anleger, die an Sitzungen eines Anlageausschusses teilnehmen, sollen zukünftig das von der KVG angefertigte Sitzungsprotokoll gegenzeichnen. Ein solches Vorgehen ist bisher absolut unüblich und würde zu erheblichen bürokratischen Mehraufwand führen. Da sich Anleger von Anlageausschüssen auf eine solche Gegenzeichnung häufig gar nicht einlassen würden, wäre es auch praktisch kaum umsetzbar. Hinzu können rein praktische Schwierigkeiten kommen, etwa wenn ein in der Sitzung des Anlageausschusses vertretener Teilnehmer nicht verfügbar ist. Es fragt sich, welche Folge es hätte, wenn es nicht gelingt eine Gegenzeichnung einzuholen, sei es, dass der Anleger sich verweigert oder er nicht verfügbar ist. Dabei ist zu bedenken, dass Anlegerausschüsse teilweise in bis zu zweistelliger Personenanzahl aufgesetzt sind.

Das Merkblatt sollte an dieser Stelle darauf abstellen, dass die KVG gegenüber dem Anlageausschuss einen transparenten Kommunikations- und Freigabeprozess sicherstellt. Hierfür sollte es genügen, wenn lediglich der Protokollführer oder der Sitzungsleiter das Protokoll unterzeichnet. Denkbar wäre darüber hinaus ein Prozess, wonach den Anlegern im Anschluss das Protokoll zuzuleiten wäre, ihnen im Rahmen einer Frist sodann die Gelegenheit zum Widerspruch eingeräumt wird, andernfalls das Protokoll als genehmigt gilt.

Schließlich wirft es Fragen auf, dass die Pflicht zur Gegenzeichnung auf *beaufsichtigte* Anleger beschränkt wird. Zunächst bleibt offen, welche Art von Anlegern konkret als beaufsichtigt einzustufen wären, vor allem aber erschiene eine Differenzierung zwischen beaufsichtigt und unbeaufsichtigt unter dem Aspekt der Gleichbehandlung aller Anleger fragwürdig. Die Unterscheidung würde in der Praxis von Investmentvermögen, an denen sowohl beaufsichtigte als auch nicht beaufsichtigte Anleger beteiligt sind, zu einer inkonsistenten Dokumentation von Ausschusssitzungen führen.

7. Übergangsfrist

Wir sehen mit Sorge, dass das Merkblatt bereits mit Veröffentlichung der (finalen) Fassung auf der Website – und angesichts der kurzen Konsultationsfrist – möglicherweise sehr kurzfristig zur Anwendung kommen soll. Mit Blick auf die angesprochenen Fragestellungen sollte unbedingt eine Übergangsfrist von mindestens sechs Monaten nach Veröffentlichung ergänzt werden, damit ausreichend Zeit für ggfs. erforderliche Umstellungen besteht (Änderungen von Verträgen, Anlagebedingungen, Prozesse für die Dokumentation).

8. Sonstiges: Ungereimtheiten in einleitenden Ausführungen

Auf folgende Ungereimtheiten im Zusammenhang mit der Herleitung der Vorgaben des Merkblatt-Entwurfs in der Einleitung unter Ziffern I. möchten wir im Übrigen hinweisen:

- **Verweis auf § 1 Abs. 1 KAGB nicht nachvollziehbar**

Wenngleich unter Ziffer I. einleitend ausgeführt wird, dass der Begriff des Investmentvermögens gemäß § 1 Abs. 1 KAGB nicht Gegenstand des Merkblattes sei, wird im Merkblatt-Entwurf darauf hingewiesen, dass die Einflussnahme eines Anlegers ab einem bestimmten Maß dazu führen könnte, dass kein Investmentvermögen vorläge. Hierzu wird in der Fußnote auf die ESMA-Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der AIFMD (ESMA/2013/611) verwiesen.

Diese Annahme ist nicht nachvollziehbar. Soweit die ESMA-Leitlinien darauf abstellen, dass eine Anlegerin eingeräumte, operative Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis im laufenden Geschäft dazu führt, dass ein Organismus nicht mehr als Investmentvermögen qualifiziert, so gilt dies ausdrücklich nur dann, wenn die Anleger als Gruppe agieren. ESMA hat an dieser Stelle mutmaßlich den Fall (unzulässiger) Investmentclubs vor Augen. Für den hier relevanten Fall, dass einzelne oder mehrere Anleger (aber keine Gruppe) Einfluss auf einzelne Anlageentscheidungen ausüben, stellt ESMA dagegen zu Recht klar, dass dies für die Einstufung als Investmentvermögen keine Rolle spielt.

Es sollte daher klargestellt werden, dass die Frage der Einflussnahme durch Anleger keinerlei Relevanz für die Einstufung als Investmentvermögen gem. § 1 Abs. 1 KAGB hat.

- **Intern verwaltete Investmentvermögen, § 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB**

Die Ausführungen unter Ziffer I. zu § 17 KAGB beziehen sich ersichtlich nur auf den Fall eines „fremdverwalteten“ Investmentvermögens. Der Fall des intern verwalteten Investmentvermögens mit Rechtspersönlichkeit (§ 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB) wird hierbei nicht erwähnt. Die Ausklammerung der Fallgruppe der internen Verwaltung eines Investmentvermögens wirft die Frage auf, ob das im Merkblatt-Entwurf als gegensätzlich verwendete Begriffspaar „Fremdverwaltung“ vs. „Eigenverwaltung“ in der Logik der Umsetzung der AIFMD mittels des KAGB tatsächlich existiert.

Ansprechpartner

Frederik Voigt

Abteilungsleiter Investitionskapital

Tel.: +49 (0)30 / 20 21 585 - 39

E-Mail: frederik.voigt@zia-deutschland.de

Der Zentrale Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA) ist der Spitzenverband der Immobilienwirtschaft. Er spricht durch seine Mitglieder, darunter 34 Verbände, für rund 37.000 Unternehmen der Branche entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Der ZIA gibt der Immobilienwirtschaft in ihrer ganzen Vielfalt eine umfassende und einheitliche Interessenvertretung, die ihrer Bedeutung für die Volkswirtschaft entspricht. Als Unternehmer- und Verbändeverband verleiht er der gesamten Immobilienwirtschaft eine Stimme auf nationaler und europäischer Ebene mit Präsenz in Brüssel, Wien und Zürich – und im Bundesverband der deutschen Industrie (BDI). Präsidentin des Verbandes ist Iris Schöberl.

ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.

Hauptstadtbüro

Leipziger Platz 9
10117 Berlin

Europabüro

3 rue du Luxembourg
B-1000 Brüssel

Telefon: +49 30 | 20 21 585 – 0

+32 | 2 550 16 14

