

„Mit den Füßen abstimmen“ oder gestalten? – Die Rolle institutioneller Anleger unter dem neuen BaFin-Merkblatt

23. April 2025

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat im März den Entwurf eines Merkblatts zum Umfang der aufsichtsrechtlich zulässigen Einflussnahme von Anlegern in Investmentvermögen veröffentlicht. Nicht neu ist die Beschreibung der Rolle der Kapitalverwaltungsgesellschaft als letzte Entscheidungsinstanz bei der Portfolioverwaltung. Neu ist, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft als letzte Entscheidungsinstanz in Frage gestellt wird, wenn die Initiative für die Anschaffung oder Veräußerung von Vermögensgegenständen von den Anlegern ausgeht.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet das Investmentvermögen

Zunächst stellt die BaFin für den Anwendungsbereich des Merkblatts klar, dass die Verwaltung durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht bereits Begriffsmerkmal des Investmentvermögens ist. Die Legaldefinition des Investmentvermögens in [§ 1 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch](#) verlangt lediglich das Vorliegen eines „Organismus für gemeinsame Anlagen“. Nicht erforderlich für die Bejahung des Tatbestandsmerkmals „Organismus“ ist eine fehlende Einflussmöglichkeit der Anleger auf Anlageentscheidungen (Bödecker in Bödecker/Ernst/Hartmann, BeckOK InvStG, 21. Edition Stand: 15. Juli 2024, § 1 Rn. 29.2). Allerdings liegt nach den ESMA-Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611) kein eigenständiger Organismus mehr vor, wenn die Anleger in ihrer Gesamtheit unmittelbaren und dauerhaften Zugriff auf einzelne Vermögensgegenstände haben und damit operative Entscheidungen in der täglichen Verwaltung treffen (vgl. FG München, Gerichtsbescheid vom 7.10.2024 – 7 K 1803/21, BeckRS 2024, 34670, Rn. 89; Hinweis auf die ESMA-Leitlinien auch Fußnote 2 im BaFin Merkblatt).

Die Frage der Stellung und Verantwortlichkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaft folgt somit nicht aus [§ 1 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch](#), sondern aus [§ 17 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch](#). Nach [§ 17 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch](#) ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft für die Verwaltung des Investmentvermögens verantwortlich. Im Rahmen ihrer Aufsicht über die Kapitalverwaltungsgesellschaften kann die BaFin konkretisieren, was sie in ihrer Verwaltungspraxis unter einer ordentlichen Verwaltung versteht.

Letztentscheidung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft

Die Portfolioverwaltung ist nach [§ 17 Absatz 1 Kapitalanlagegesetzbuch](#) die Kernaufgabe jeder Kapitalverwaltungsgesellschaft. Portfolioverwaltung ist insbesondere die Anschaffung und Veräußerung von Vermögensgegenständen für das Investmentvermögen. Diese Entscheidungen müssen von der Kapitalverwaltungsgesellschaft getroffen werden oder im Falle der Auslagerung durch den beauftragten Portfoliomanager. Sie bleibt auch bei der Auslagerung aufsichtsrechtlich verantwortlich (vgl.



Auslegungsentscheidung der **BaFin vom 21.12.2017** zu den Tätigkeiten einer Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von ihr extern verwalteten AIF-Investmentgesellschaft, Abschnitt II.3). Daraus folgt, dass Anlageentscheidungen von der Kapitalverwaltungsgesellschaft getroffen werden müssen. Dementsprechend sind Weisungen der Anleger gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem Portfoliomanager zum Kauf oder Verkauf von Einzeltiteln unzulässig.



Dokumente zu diesem beleuchtet:

- [FG München, Gerichtsbescheid vom 7. Oktober 2024](#)
- [Entwurf Merkblatt](#)
- [Vortrag WA 47](#)

Vetorechte und Zustimmungsvorbehalte

Auch Vetorechte oder Zustimmungsvorbehalte von Anlegern in Bezug auf Einzeltitel sind nach dem Merkblatt unzulässig, weil dann nicht der Portfolioverwalter die Letztentscheidung in Bezug auf den Vermögensgegenstand träge, sondern der Anleger. Unproblematisch sind dagegen Vetorechte oder Zustimmungsvorbehalte

von Anlegern in Anlageausschüssen, wenn sie sich auf die abstrakte Festlegung der Anlagestrategie im Rahmen der vertraglich vereinbarten Anlagerichtlinien beziehen. Als Beispiele nennt das Merkblatt Vetorechte oder Zustimmungsvorbehalte im Zusammenhang mit der Frage, ob ein Spezialfonds etwa in bestimmte Wertpapierarten, Regionen, Branchen usw. investieren können soll oder nicht. Der Anleger könne zwar in diesen Fällen Einfluss auf die grundsätzliche strategische Ausrichtung des Investmentvermögens nehmen. Die Letztentscheidung über die Anschaffung oder Veräußerung eines konkreten Vermögensgegenstandes bliebe aber vollständig bei dem Portfolioverwalter. Nicht klar ist, ob der Portfolioverwalter dem Anleger auch kein konkretes Investment außerhalb des durch die Anlagerichtlinien gezogenen Rahmens vorschlagen und die Zustimmung des Anlegers zu der Abweichung von den Anlagerichtlinien im Einzelfall einholen kann. Zwar stimmte der Anleger in diesem Fall nur der Abweichung von den Anlagerichtlinien zu, aber er blockierte mittelbar die Anlageentscheidung des Portfolioverwalters. Wir meinen, dass die Zustimmung des Anlegers zu der Abweichung von den Anlagerichtlinien in Einzelfällen unproblematisch sein sollte.

„Investmentideen“ oder „Empfehlungen“ der Anleger

Unverbindliche Ideen oder Empfehlungen des Anlegers sind unproblematisch, da dadurch die Letztentscheidungshoheit des Portfolioverwalters nicht in Frage gestellt wird. Das ist bis hierhin nichts Neues. Die BaFin geht nun aber einen Schritt weiter und adressiert das Faktische: Ideen oder Empfehlungen des Anlegers sind problematisch, wenn eine Idee oder Empfehlung in Wirklichkeit eine Weisung darstellt. Wann eine indirekte Weisung vorliegt, müsse anhand der Umstände des konkreten Falles beurteilt werden. Indizien für eine indirekte Weisung lägen vor, wenn

- der Portfolioverwalter alle Empfehlungen der Anleger Ein-zu-Eins ohne eigene Recherche oder materielle Bewertung der Chancen und Risiken des Investments oder Desinvestments ausführt und seine Prüfung formal auf Erwerbbarkeitskriterien oder eine Anlagegrenzenprüfung beschränkt.
- die Initiative für die Anschaffung oder Veräußerung von Vermögensgegenständen selten oder nie von der Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgeht, sondern im Wesentlichen und kontinuierlich von den Anlegern.

Der erste Punkt ist nicht neu. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss schon jetzt ihre eigene Anlageentscheidung treffen, wenn sie Input von externen Quellen erhält – gleich ob sie von Anlegern oder zum Beispiel von Anlageberatern kommen. Bedient sich die Kapitalverwaltungsgesellschaft eines



Anlageberaters, leistet dieser zwar Vorarbeit, aber die Kapitalverwaltungsgesellschaft kann sich nicht auf eine formale Prüfung wie die Anlagegrenzprüfungen beschränken (BaFin, Häufige Fragen zum Thema Auslagerung gemäß § 36 KAGB, geändert am 15.11.2017, Frage 12).

Der zweite Punkt hat es aber in sich: Wenn die Initiative für die Anschaffung oder Veräußerung von Vermögensgegenständen selten oder nie von der Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgeht, sondern im Wesentlichen und kontinuierlich von den Anlegern, stellt dies nach Ansicht der BaFin die Letztentscheidungshoheit des Portfolioverwalters in Frage.

Damit wird nach unserer Einschätzung das Modell der Service-KVG in Frage gestellt. Wenn sich ein institutioneller Anleger aus guten Gründen für die Verwaltung seiner Portfolios eines professionellen Managements über einen Spezial-AIF bedient, bleibt er doch ein (meist selbst regulierter) institutioneller Anleger. Als solcher ist er Marktteilnehmer, er bekommt Angebote und Informationen, die er durchaus selbst auswerten und bewerten kann. Wenn der Anleger aus seiner Sicht interessante Produkte an „seine“ Kapitalverwaltungsgesellschaft weiterleitet, stellt das unseres Erachtens die Letztentscheidungshoheit des Portfolioverwalters nicht in Frage. Für diesen bleibt es dabei, jedes potentielle Investment im Rahmen seiner gesetzlichen und vertraglichen Pflichten als Kapitalverwaltungsgesellschaft zu prüfen und die Investmententscheidung zu treffen und gegebenenfalls umzusetzen. Es spielt unseres Erachtens keine Rolle, ob die Initiative für die Anschaffung oder Veräußerung von Vermögensgegenständen von einem Dienstleister (Anlageberater) oder vom institutionellen Anleger kommt. Für Portfolios mit vergleichsweise sehr wenigen Positionen (wie Immobilien oder Erneuerbare) ist das unseres Erachtens augenfällig.





Dokumentieren, dokumentieren, dokumentieren

Damit die Aufsicht auch einen Blick auf das Faktische bekommt, begründet die BaFin im Merkblatt Dokumentationspflichten. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss jede Form der Einflussnahme von Anlegern auf die Anlageentscheidungen dokumentieren. Lagert sie das Portfoliomanagement auf ein externes Unternehmen aus, muss dieses vertraglich zu einer entsprechenden Dokumentation verpflichtet werden. Jede Form der Einflussnahme durch die Anleger muss dokumentiert werden: nicht nur (unzulässige) konkrete Weisungen, sondern auch Anlageempfehlungen oder Anlageideen der Anleger. Die Sitzungen der Anlageausschüsse müssen protokolliert werden. Von den beaufsichtigten Anlegern erwartet die BaFin eine entsprechende Mitwirkung bei dieser Dokumentation durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft.

Fazit

Wir meinen, dass die BaFin mit dem Merkblatt über das Ziel hinausschießt. **§ 17 Kapitalanlagegesetzbuch** regelt allein die Verwaltung eines Investmentvermögens durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft. Der dort festgelegte Grundsatz, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft das Investmentvermögen selbst verwaltet, schließt als sein Gegenstück eine Fremdverwaltung durch andere (ausgenommen Auslagerungsunternehmen) aus. Damit wird jedoch die rechtliche Verantwortlichkeit im Sinne der Letztentscheidungskompetenz geregelt und bedeutet bis an diese Grenze keinen Ausschluss des Einflusses der Anleger. Bisher ist es nach der Verwaltungspraxis der BaFin zulässig, ausschließlich mit Anlegern besetzte Anlageausschüsse mit einem Veto- oder Zustimmungsrecht auszustatten, wenn die Initiative für ein Investment von der Verwaltungsgesellschaft ausgeht. Geht die Initiative in Form eines Anlagevorschlages von Anlegern aus, ist lediglich Voraussetzung, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft über die Letztentscheidungsbefugnis verfügt (Vortrag WA 47 – Aktuelle Entwicklungen im Aufsichtsrecht 5.2.2019, Folien 14 und 15; der Vortrag behandelt zwar Fonds ohne Rückgaberecht, ist aber auf alle Investmentvermögen übertragbar). Es gibt nach unserer Auffassung keinen Grund, von dieser Verwaltungspraxis wieder abzuweichen.



bei Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung!



Dr. Carsten Bödecker
Partner . Steuerberater . Rechtsanwalt

Tel. +49 211 946847-51
carsten.boedecker@bepartners.pro



Harald Kuhn
Partner . Rechtsanwalt

Tel. +49 211 946847-54
harald.kuhn@bepartners.pro



Alexander Skowronek
Partner . Steuerberater . Rechtsanwalt

Tel. +49 211 946847-62
alexander.skowronek@bepartners.pro



Holger Hartmann
Partner . Rechtsanwalt

Tel. +49 211 946847-53
holger.hartmann@bepartners.pro



Bödecker Ernst & Partner mbB | Steuerberater . Rechtsanwälte
Nordstraße 116-118 | 40477 Düsseldorf
<https://www.bepartners.pro>

