

# **Merkblatt zur Einflussnahme von Anlegern auf Investments und Desinvestments von Investmentvermögen**

## **I. Anwendungsbereich**

Dieses Merkblatt richtet sich an alle Kapitalverwaltungsgesellschaften, die in den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) fallen und Investmentvermögen verwalten.

Das Merkblatt gibt Erläuterungen, ob und in welchem Umfang die Anleger eines Investmentvermögens, zu denen auch von der BaFin beaufsichtigte Banken und Versicherer gehören können, die Anlageentscheidungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Investmentvermögens beeinflussen dürfen. Es enthält Vorgaben zu der Frage, ob und bis zu welcher Grenze derartige Einflussnahmen nach dem KAGB zulässig sind. Dabei ist die Grenze zwischen einer aufsichtsrechtlich zulässigen und einer unzulässigen Einflussnahme der Anleger fließend, weshalb sie durch dieses Merkblatt weiter konkretisiert werden soll.

Gegenstand dieses Merkblatts sind nicht der Begriff des Investmentvermögens gemäß § 1 Abs. 1 KAGB<sup>1</sup> und die Frage, ob und inwieweit eine zu weitreichende Einflussnahme von Anlegern dazu führt, dass bereits kein Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB vorliegt.<sup>2</sup>

Dieses Merkblatt behandelt ferner nicht die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen die Einflussmöglichkeiten einzelner Anleger oder Anlegergruppen gegen §§ 26, 27 KAGB und damit gegen allgemeine Verhaltensregeln verstoßen könnten; die Pflicht der Kapitalverwaltungsgesellschaft, gemäß §§ 26, 27 KAGB die Interessen aller Anleger eines Investmentvermögens zu wahren und Interessenkonflikte durch Einflussmöglichkeiten einzelner Anleger oder Anlegergruppen zu vermeiden, bleibt von den Erläuterungen dieses Merkblatts unberührt.

Neben der Konkretisierung des zulässigen Umfangs der Einflussnahme von Anlegern ist die Dokumentationspflicht einer solchen Einflussnahme ein wesentlicher Aspekt, der durch das Merkblatt klargestellt werden soll. Eine entsprechende Dokumentationspflicht soll

---

<sup>1</sup> Zum Begriff des Investmentvermögens siehe „Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB und Begriff des Investmentvermögens“, abrufbar unter folgendem Link: [BaFin - Auslegungsentscheidungen - Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des ...](#)

<sup>2</sup> Vgl. hierzu auch die ESMA-Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611). Danach kann eine Einflussnahme von Anlegern unter bestimmten Voraussetzungen dazu führen, dass bereits kein Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB vorliegt.

insbesondere als Sicherheit für alle Beteiligten, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Anlegern, dienen. Auf diese Weise können sie jederzeit nachweisen, dass sich das Zutun der Anleger bei Anlageentscheidungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft im aufsichtsrechtlich zulässigen Rahmen gehalten hat. Aufgrund der gemäß § 28 KAGB bestehenden Dokumentationspflicht, die unter anderem auch die Geschäftsabläufe und Anlageentscheidungen betrifft, ist mit vorliegender Konkretisierung jener Dokumentationspflicht von keinem nennenswerten Mehraufwand für die Kapitalverwaltungsgesellschaft auszugehen.

Anknüpfungspunkt für dieses Merkblatt ist § 17 KAGB. Gemäß § 17 Abs. 1 KAGB ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft ein Unternehmen, dessen Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, Investmentvermögen zu verwalten. Für jedes Investmentvermögen kann nur eine Kapitalverwaltungsgesellschaft zuständig sein, die für die Einhaltung der Anforderungen des KAGB verantwortlich ist (vgl. § 17 Abs. 3 KAGB). Nicht die Anleger verwalten somit nach § 17 KAGB das Investmentvermögen (keine Eigenverwaltung), sondern die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die für die Einhaltung der Regelungen des KAGB die Verantwortung trägt (Fremdverwaltung). Damit ist eine zu bedeutsame Einflussnahme der Anleger auf die Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung von Investmentvermögen nicht vereinbar.

## **II. § 17 KAGB – Letztentscheidung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft bzw. ihre Portfolioverwalter**

Zu den Kernaufgaben der Verwaltung eines Investmentvermögens im Sinne des § 17 KAGB gehört die Portfolioverwaltung. Dies ergibt sich nicht nur aus dem Anhang 1 Nr. 1 der AIFM-Richtlinie (EU 2011/61/EU), wonach die Kapitalverwaltungsgesellschaft mindestens die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement erbringen muss. Die Erbringung der Portfolioverwaltung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist auch Grundlage für die Erteilung der Erlaubnis an die Kapitalverwaltungsgesellschaft. Erbringt die Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht die Portfolioverwaltung, hat die BaFin die Erlaubnis zu versagen (vgl. § 23 Nr. 10 KAGB).

Das KAGB selbst definiert nicht den Begriff der Portfolioverwaltung. Die BaFin versteht unter Portfolioverwaltung im Sinne des KAGB insbesondere die Anschaffung und Veräußerung von Vermögensgegenständen für Rechnung des Anlegerkollektivs und damit des Investmentvermögens.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> In diesem Sinne auch Winterhalder in Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 3. Auflage 2021, § 17, Rn. 20.

Diese Kernaufgabe kann die Kapitalverwaltungsgesellschaft entweder selbst durch ihre eigenen angestellten Portfolioverwalter wahrnehmen oder einen zugelassenen oder registrierten Portfolioverwalter mit dieser Aufgabe beauftragen (vgl. § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB). Sie kann jedoch diese Aufgabe nicht durch die Anleger wahrnehmen lassen. Eine solche weitreichende Einflussnahme der Anleger wäre mit dem Verwaltungs- und Verantwortungsgrundsatz der Kapitalverwaltungsgesellschaft gemäß § 17 KAGB nicht vereinbar.

Konkret bedeutet dies, dass die Letztentscheidung darüber, welche Vermögensgegenstände für ein Investmentvermögen angeschafft oder veräußert werden, durch die Kapitalverwaltungsverwaltungsgesellschaft bzw. durch ihre (beauftragten) Portfolioverwalter (im Folgenden nur: „Portfolioverwalter“) zu erfolgen hat und nicht durch die Anleger. Wird diese Grenze überschritten, liegt eine aufsichtsrechtlich unzulässige Einflussnahme der Anleger vor.

### **III. Aufsichtsrechtliche Einordnung**

Die folgenden, nicht abschließenden Ausführungen konkretisieren die Verwaltungspraxis der BaFin zur aufsichtsrechtlichen Einordnung bezüglich der Einflussnahme von Anlegern auf die Investitionen und Desinvestitionen eines Investmentvermögens im Rahmen des § 17 KAGB. Für eine abschließende Einordnung ist eine Bewertung der einzelnen Merkmale im jeweiligen Einzelfall erforderlich.

#### **1. Weisungen von Anlegern in Bezug auf Einzeltitel**

Weisungen der Anleger gegenüber dem Portfolioverwalter zum Kauf oder Verkauf von Einzeltiteln sind nicht mit § 17 KAGB vereinbar und damit unzulässig, da die Letztentscheidung für die Anschaffung und Veräußerung von Vermögensgegenständen bei dem Portfolioverwalter liegen muss.

#### **2. Vetorechte und Zustimmungsvorbehalte von Anlegern**

Nicht zulässig sind ferner Vetorechte oder Zustimmungsvorbehalte von Anlegern in Bezug auf Einzeltitel. In diesem Fall würde nicht der Portfolioverwalter die Letztentscheidung in Bezug auf den Vermögensgegenstand treffen, sondern der Anleger, indem er sein Veto gegen die Entscheidung des Portfolioverwalters einlegt oder seine Zustimmung verweigert und dadurch dessen Entscheidung zur Anschaffung oder Veräußerung eines Vermögensgegenstandes blockiert.

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, z.B. im Zusammenhang mit der Frage,

ob ein Spezialfonds etwa in bestimmte Wertpapierarten, Regionen, Branchen usw. investieren können soll oder nicht. Der Anleger kann zwar in diesen Fällen Einfluss auf die grundsätzliche strategische Ausrichtung des Investmentvermögens nehmen. Die Letztentscheidung über die Anschaffung oder Veräußerung eines konkreten Vermögensgegenstandes bliebe dagegen vollumfänglich bei dem Portfolioverwalter.

### **3. „Investmentideen“ oder „Empfehlungen“ der Anleger**

Unproblematisch sind ferner unverbindliche „Investmentideen“ oder „Empfehlungen“ der Anleger, da auch hier die Letztentscheidungshoheit des Portfolioverwalters nicht in Frage gestellt wird.

Dies gilt allerdings dann nicht, wenn eine Idee oder Empfehlung in Wirklichkeit eine indirekte Weisung darstellt. Wann eine indirekte Weisung vorliegt, muss anhand der Umstände des konkreten Falles beurteilt werden. Indizien für eine indirekte Weisung wären, 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. Gleiches gilt, 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.

## **IV. Ordnungsgemäße Geschäftsorganisation - Dokumentationspflicht**

§ 28 Abs. 1 KAGB fordert eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation der Kapitalverwaltungsgesellschaft, die die Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen gewährleisten muss. Dazu gehören selbstverständliche Elemente wie die Dokumentation der Geschäftsabläufe,<sup>4</sup> nicht zuletzt auch als Nachweis gegenüber der BaFin und dem Abschlussprüfer, dass die Geschäftsorganisation die Einhaltung der gesetzlichen Anforderungen - z.B. nach § 17 KAGB - gewährleistet.

Damit die BaFin und der Abschlussprüfer nachvollziehen und prüfen können, dass keine mit § 17 KAGB unvereinbaren Einflussnahmen der Anleger stattgefunden haben, hat der Portfolioverwalter jede Form der Einflussnahme von Anlegern auf die Anlageentscheidungen für Rechnung von Investmentvermögen ab Veröffentlichung dieses Merkblatts auf der BaFin-Internetseite zu dokumentieren. Lagert die Kapitalverwaltungsgesellschaft die Portfolioverwaltung auf ein externes Unternehmen gemäß § 36 Abs. 3 Nr. 3 KAGB aus, ist dieses vertraglich zu einer entsprechenden Dokumentation zu verpflichten, da die Auslagerung die

---

<sup>4</sup> Vgl. Herresthal in Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, 3. Auflage 2021, § 28 KAGB, Rn. 2.

Wirksamkeit der Beaufsichtigung der Kapitalverwaltungsgesellschaft durch die BaFin nicht beeinträchtigen darf (vgl. § 36 Abs. 1 Nr. 5 KAGB).

Neben dem Nachweischarakter für eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation nach § 28 Abs. 1 KAGB dient die Dokumentationspflicht auch dazu, bei allen beteiligten Akteuren, insbesondere bei den Portfolioverwaltern einerseits und den Anlegern des Investmentvermögens andererseits, ein Problembewusstsein für die aufsichtsrechtlichen Grenzen einer Einflussnahme der Anleger zu schaffen und die Hemmschwelle für unzulässige Einflussnahmen zu erhöhen. Dadurch soll bereits präventiv die Gefahr eines Verstoßes gegen § 17 KAGB reduziert werden.

Die Pflicht zur Dokumentation gilt dabei für jede Form der Einflussnahme durch die Anleger auf die Investitionen und Desinvestitionen des Investmentvermögens, unabhängig davon, ob diese aufsichtsrechtlich zulässig ist oder nicht. Sie schließt mithin nicht nur konkrete Weisungen der Anleger mit ein, sondern beispielsweise auch deren Anlageempfehlungen oder Anlageideen. Gleiches gilt für die Sitzungen der Anlageausschüsse, die zu protokollieren sind.

## **V. Mitwirkung von beaufsichtigten Anlegern**

Von den beaufsichtigten Anlegern erwartet die BaFin eine entsprechende Mitwirkung bei der Dokumentation durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Hinblick auf den Umfang der Einflussnahme. Zum Beispiel erwartet die BaFin, dass Anleger, die an der Sitzung eines Anlageausschusses teilnehmen, das von der Kapitalverwaltungsgesellschaft gefertigte Sitzungsprotokoll gegenzeichnen.