Frankfurt,
7. April 2025

BVI[1]-Stellungnahme zum Entwurf des BaFin-Merkblatts zur Einflussnahme von Anlegern auf Investments und Desinvestments von Investmentvermögen - GZ: FR 1903/00063#00001

Der Entwurf des Merkblatts könnte die regulatorisch fein austarierte Wechselbeziehung zwischen Anleger und KVG grundsätzlich in Frage stellen. Geschäftsmodelle im Wert von rund 2,2 Billionen Euro, die über Spezialfonds investierte Assets regulierter Anleger umfassen, könnten unmittelbar und massiv gefährdet werden – mit signifikanter Auswirkung auf den Fondsstandort Deutschland. Dies gilt grundsätzlich für alle Spezialfonds. Die Betroffenheit ist besonders relevant für Ein-Anleger-Spezialfonds und AIFs in Gesellschaftsform.

Vor diesem Hintergrund gilt es, Lösungen zu finden, die sowohl den – für uns noch nicht klar genug erkennbaren – Zielen der BaFin gerecht werden, als auch die weitreichenden Auswirkungen (u. a. der einseitige Eingriff in die Einflussnahmemöglichkeiten und -rechte der Anleger) vermeiden oder zumindest erheblich verringern.

Beim Spezialfonds – ebenso wie bei jedem Publikumsfonds – trägt unzweifelhaft die KVG die Letztverantwortung für die Anlageentscheidungen, die wesentlich mehr umfasst als die bloße An- und Verkaufsentscheidung, die nämlich üblicherweise eingebettet ist in eine holistische Portfolioüberwachung einschließlich der Prüfung von Risikofaktoren, der Liquiditätssituation etc. Aber auch der Anlegerwunsch bzw. -wille ist ein entscheidender Faktor, den die KVG bei ihren Entscheidungen berücksichtigen muss. Nur so kann sie dem gesetzlichen Anspruch gerecht werden, im ausschließlichen Interesse der Anleger zu handeln (§ 26 KAGB). Das Gebot der Fremdverwaltung bedeutet nicht, dass der Wunsch der Anleger außer Acht gelassen werden kann. Um das Anlegerinteresse zu ergründen, ist es zwingend notwendig, mit dem Anleger in den Austausch zu gelangen. Äußert der Anleger in diesem Zusammenhang Anlageideen, legt der Merkblatt-Entwurf nahe, dass diese als Indiz für eine unzulässige Einflussnahme durch den Anleger angesehen werden müssten. Hierdurch entsteht ein Zielkonflikt zwischen dem Wahren der Anlegerinteressen und einem aktiv geäußerten Anlegerinteresse. Der Entwurf des Schreibens löst diesen regulatorisch vorgegebenen Zielkonflikt nicht auf.

Grenzen finden die genannten Prinzipien dort, wo die Einflussnahme durch den Anleger missbräuchlich erfolgt. Dies ist aber erst dann der Fall, wenn die KVG keine eigene qualitative Anlageentscheidung trifft. Das Vorliegen einer solchen Anlageentscheidung kann und muss entlang bewährter aufsichtlicher, qualitativer Prinzipien beurteilt werden.

Während viele Anleger der jeweiligen KVG keine oder nur sehr wenige Anlageideen mitteilen, kommunizieren andere Anleger bzw. Anlegergruppen ihre eigenen Anlegerinteressen deutlich intensiver. Insbesondere beaufsichtigte Anleger sind häufig aus regulatorischen Gründen gezwungen (dies betrifft ganz besonders Versicherungen), die Anlagen zu überwachen. Dazu gehört es auch, im aktuell

[1] Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 115 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten 4,5 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 27 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

BVI
Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Kontakt
Fon +49 69 15 40 90 0
www.bvi.de

BVI Berlin
Unter den Linden 42
10117 Berlin

BVI Brüssel
Rue Belliard 15 – 17
1040 Bruxelles

BVI Frankfurt
Bockenheimer Anlage 15
60322 Frankfurt am Main

Geschäftsführung
Thomas Richter Hauptgeschäftsführer
Rudolf Siebel Geschäftsführer

zulässigen Rahmen mit dem Fondsmanagement zu Einzelanlagen kommunizieren zu können, was eine Äußerung von Anlageideen auch auf Einzeltitelebene erforderlich machen kann.

Diese über Jahrzehnte gewachsene Kooperation zwischen institutionellen Anlegern und KVGs würde durch das Merkblatt empfindlich gestört und in weiten Teilen unmöglich gemacht. Als Folge wäre ein Abwandern der betroffenen Fonds, einschließlich der hieran hängenden Arbeitsplätze und Dienstleistungen, an andere Standorte wie insbesondere Luxemburg zu erwarten. Dadurch würden zunächst immense Kosten verursacht, am Ende aber das heute in Deutschland erfolgreich implementierte Setup stattdessen künftig in Luxemburg durch die Anleger fortgeführt.

Insoweit sind auch die im Entwurf vorgesehenen, sehr weitreichenden Dokumentationspflichten rechtsgrundlos und darüber hinaus nicht angemessen. Sie gehen über die gesetzlichen Anforderungen hinaus, sind international unüblich und laufen dem politischen Ziel des Bürokratieabbaus klar entgegen. Im Ergebnis ist also festzuhalten, dass der Anleger Ideen äußern darf, die auch nicht mengenmäßig begrenzt sein dürfen. Allein ausschlaggebend muss sein, dass die KVG ihrer Rolle durch die Letztentscheidung gerecht wird.

A Zusammenfassung

1. Ob eine unzulässige Einflussnahme vorliegt, ist rein nach qualitativen Kriterien zu beurteilen. Quantitative Elemente, z. B. bei Investmentempfehlungen, sind nicht zielführend, regelmäßig von der KVG nicht steuerbar und führen zu falschen Ergebnissen. Im finalen Merkblatt sollte die Annahme von Indizien vor dem Hintergrund der vorgenannten Aspekte gestrichen werden. Maßgeblich ist allein die Letztentscheidungshoheit der KVG. Ideen der Anleger sollten grundsätzlich zulässig sein, soweit die KVG eine qualifizierte Investmententscheidung – im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben – trifft.
2. Es besteht keine rechtliche Grundlage, die Quelle einer Investmentidee zu dokumentieren.
   - 2.1 Investmentideen kommen aus unterschiedlichsten Quellen; welche sachlichen und fachlichen Gründe sprechen für eine notwendige Dokumentation? Entscheidend ist das Ergebnis, die getroffene, qualitative Investmententscheidung der KVG. Das durchgeführte Geschäft muss bereits jetzt, für Dritte nachvollziehbar (§ 28 Abs. 1 Nr. 6 KAGB), dokumentiert werden.
   - 2.2 Die geforderte Dokumentation von Empfehlungen der Anleger geht über die gesetzlichen Anforderungen hinaus und läuft dem zentralen politischen Ziel eines Bürokratieabbaus entgegen.
   - 2.3 Der Austausch zwischen Anlegern und KVG, z. B. im Rahmen des § 26 Abs. 1 KAGB („Handeln im Anlegerinteresse“), darf nicht von einer gesonderten Dokumentationspflicht betroffen sein.
   - 2.4 Eine entsprechende Anforderung erhöht den Verwaltungsaufwand enorm, wird erhebliche Kosten für die Fondsbranche verursachen und ist auch international unüblich.
3. Eine Änderung der (Muster-)Auslagerungsverträge ist sachlich nicht geboten. Die notwendigen Regelungen sind bereits jetzt enthalten.
4. Als Rechtsträger verfasste deutsche Investmentfonds müssen ausdrücklich vom Anwendungsbereich des Merkblatts ausgenommen werden, damit es nicht zu Widersprüchen gegenüber zwingenden zivilrechtlichen Anforderungen und Grundsätzen, insbesondere des Handels- und Gesellschaftsrechts, kommt.
5. Das Mitwirkungsgebot der „beaufsichtigten“ Anleger ist unklar und verletzt den Grundsatz der fairen Behandlung der Anleger.

B Stellungnahme im Einzelnen

1. Ganzheitliche Betrachtung und Konvergenz der Aufsichtsregime für KVGs und Anleger

Aufgrund der Bedeutung des Themas auch für die regulierten Anleger und der aufsichtlichen Wechselwirkungen mit dem Kredit- und Versicherungswesen ist es wichtig, dass die Verwaltungspraxis und potenzielle Konsequenzen veränderter Rahmenbedingungen ganzheitlich für alle Aufsichtszweige berücksichtigt und darstellt werden. Sonst wird eine Folgenabschätzung für die Betroffenen unnötig erschwert. Angesichts des mehr als 2 Billionen Euro großen deutschen Spezialfonds-Markts, von dem rund 3/4 zum Vermögen regulierter Anleger gehören, sollten die durch den Merkblattentwurf – auch schon vor dessen Konsultation – ausgelösten Marktirritationen, gleich ob berechtigt oder übertrieben, beseitigt werden.

Vor diesem Hintergrund und angesichts des offenkundigen Aufeinandertreffens mehrerer die Risikosteuerung der Kapitalanlage adressierender Aufsichtsregime, nämlich einerseits KAGB und andererseits VAG und KWG/CRR, entsteht der Eindruck einer unzureichenden Abstimmung, wenn die aufsichtlichen Belange, denen die Gruppe der regulierten Fondsanleger unterliegt, nicht berücksichtigt und die regulierten Anleger über die Folgen des Merkblatts zunächst im Dunkeln gelassen werden. Es besteht die reale Gefahr, dass die Beachtung der Vorgaben des Merkblattentwurfs unmittelbar einen Verstoß gegen anlegeraufsichtsrechtliche Vorgaben nach sich zieht – und umgekehrt.

Die zusätzlichen bürokratischen Anforderungen führen zu einem erheblichen Standortnachteil, da sie nur deutsche KVGs und/oder deutsche Investmentvermögen betreffen, während im benachbarten EU-Ausland keine entsprechend granularen Vorgaben für Verwaltungsgesellschaften gelten. Diese Situation könnte der Tatsache geschuldet sein, dass es womöglich an einer Rechtsgrundlage für solche Dokumentationsanforderungen fehlt (siehe hierzu im Folgenden die Ausführungen in Ziffer 2).

2. Rechtsrisiken

Der Merkblatt-Entwurf verursacht erhebliche Rechtsunsicherheit für KVGs und Anleger:

KVGs sind sowohl aufsichts- als auch zivilrechtlich verpflichtet, ausschließlich im Anlegerinteresse zu handeln. Wenn die KVG Investmentideen/Empfehlungen des Anlegers aufgrund von aus dem Merkblatt resultierenden Unklarheiten / Risiken de facto nicht umsetzen darf, kann dies zu erheblichen Konflikten zwischen dem Aufsichts- und dem Zivilrecht führen; KVGs stünden zukünftig also in einem kaum auflösbaren regulatorischen Spannungsfeld, wenn sie derartige Empfehlungen komplett unberücksichtigt lassen müssten, um nicht das Risiko eines aufsichtsrechtlichen Verstoßes einzugehen. Im Übrigen ist auch nicht nachvollziehbar, wie eine solche Beschränkung der Handlungsoptionen der KVG durch die Festlegungen des Merkblattes den Interessen der Anleger dienen sollen.

Umgekehrt kann Anlegern nicht rechtssicher mitgeteilt werden, in welchem Umfang sie Investmentideen/Empfehlungen äußern dürfen. Insbesondere die Indizien zur Häufigkeit der Anlegerempfehlungen (“selten oder nie” von der KVG sowie „sondern wesentlich und kontinuierlich von den Anlegern“) sind nicht trennscharf gefasst; operativ wären sie nur mittels fester quantitativer Grenzen umzusetzen, wobei unklar ist, wie diese festzulegen wären. Derartige Kriterien schaffen bei allen Fondstypen in der

Praxis Probleme, weil die internen Portfolioverwaltungsprozesse hierdurch von der Aktivität der Anleger bestimmt würden (je mehr Anlageideen, desto mehr KVG-eigene Ideen geboten).

Richtigerweise (Ziffer III.3. 2. UA S.2 des Merkblatts) müsste stets anhand der Umstände des konkreten Falles beurteilt werden, ob eine indirekte Weisung vorliegt, mithin also qualitative Kriterien herangezogen werden. Ein quantitativer Ansatz als Erleichterung für die Auswertbarkeit oder Prüfbarkeit ist aber aus verschiedenen Gründen rechtlich fehlerhaft: Selbst wenn die KVG in einer überwiegenden Anzahl von Fällen aufgrund der Initiative des Anlegers ein Investment tätigt, kann man der KVG nicht unterstellen, dass sie keinen diskretionären Anlageprozess durchgeführt hat.

Zugespitzt könnte eine statistisch indizierte Beurteilung sogar dazu führen, dass eine KVG ihre – womöglich schon in Vorbereitung befindliche – Anlageentscheidung reflexartig entgegengesetzt der Idee/ Initiative des Anlegers treffen müsste, nur um keine zu hohe Überschneidungsquote zwischen Anlegeridee und Investitionsergebnis ausweisen zu müssen. Dies kann auch aufgrund der fiduziarischen Pflicht der KVG gegenüber dem Anleger nicht gewollt sein.

Liegen ein qualitativer Prüfungsprozess und damit eine eigene Anlageentscheidung der KVG vor, wie sie bereits nach geltender Rechtslage als erforderlich angesehen wird, ist es irrelevant, in wie vielen Fällen eine Idee durch den Anleger bereitgestellt wurde. Daraus folgt zwingend die Streichung des letzten Satzes in Ziffer III.3 des Merkblattentwurfs („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.“).

In Bezug auf die in Ziffer III.2. des Merkblatts genannten Vetorechte und Zustimmungsvorbehalte sollte i.S.d. Rechtssicherheit zudem klargestellt werden, dass hierunter keine Titellisten (positiv wie negativ) mit ex-nunc-Wirkung fallen, die das Anlageuniversum abstrakt konturieren, beispielsweise weil dem Anleger das Halten bestimmter Titel nicht möglich ist (s. BaFin-Kapitalanlagerundschreiben 11/2017, Ziff. B.4.8, kein Erwerb eigener Aktien für das Sicherungsvermögen).

Überhaupt liegt das Kommunikationsbedürfnis einzelner Anleger auch nicht in der Sphäre der KVG, ist aber gerade für Sachwertefonds von besonderer Bedeutung, bei denen Portfoliotransaktionen weit seltener vorgenommen werden als bei Wertpapierfonds. Wenn etwa bei einem offenen Spezial-AIF mit Anlageschwerpunkt Immobilien die Anleger auch nur gelegentlich Investmentideen teilen, würde das im Entwurfsschreiben niedergelegte Kriterium die KVG dazu zwingen, von sich aus weitere, womöglich wirtschaftlich nicht gebotene Investitions- oder Desinvestitionsentscheidungen zu fällen, nur um nicht in den Verdacht der Beeinflussung durch die Anleger zu geraten. Damit wiederum stünden ein Verstoß gegen § 26 Abs. 1 KAGB und potenzielle Schadensersatzforderungen der Anleger im Raum. Ganz besonders deutlich wird das bei Single-Asset-Fonds, bei denen sehr kapitalintensive Investitionen in ein oder wenige Asset(s) getätigt werden und die Initiative für die Auflage des Sondervermögens und den Erwerb des bzw. der Assets typischerweise vom Anleger kommt. Danach ist das Portfolio über Jahre hinweg statisch festgelegt, so dass eine einmalige Empfehlung des Anlegers maximal schädlich wäre. Dieses Ergebnis stünde offensichtlich der Erweiterung des Anwendungsbereichs des KAGB auf Single-Asset-Fonds entgegen.

Es droht zudem eine Inkonsistenz zu den Wertungen im Auslagerungskontext. Frage 12 des BaFin-FAQ zu Auslagerung lässt sog. Advisory Mandate zu und sieht diese nicht als Auslagerung an, wenn die KVG eine eigene qualifizierte Anlageentscheidung trifft. Ein wie auch immer geartetes quantitatives Merkmal wird im Auslagerungskontext zu Recht nicht angewendet, da es für die Frage der Letztverantwortlichkeit allein auf qualitative Kriterien ankommt. Dies kann vorliegend nicht anders sein.

Die rein quantitative Betrachtung hingegen verstellt den Blick auf die treuhänderische Pflicht der KVG zum Handeln ausschließlich im Interesse des Anlegers gem. § 26 KAGB, denn die Kommunikation mit dem Anleger kann sowohl aufsichtsrechtlich vorgeschrieben wie zivilrechtlich notwendig sein, würde aber stets zur statistischen Erfassung für eine indirekte Weisung führen.

Wie soll sich die KVG hier sonst des besten Interesses des Spezialfondsanlegers vergewissern und im Zweifelsfall nachweisen können, dass ihre Entscheidungen im besten Interesse des Anlegers gewesen sind? Um im Anlegerinteresse (§ 26 KAGB) handeln zu können, muss eine Berücksichtigung von für den Anleger relevanten und durch ihn vorgebrachten Überlegungen bei der (Letzt-)Entscheidung der KVG zulässig sein, was im Merkblatt klargestellt werden sollte.

3. Auslagerungssachverhalte

Der Entwurf thematisiert, dass bei Auslagerung der Portfolioverwaltung das externe Unternehmen gem. § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB vertraglich zu einer entsprechenden Dokumentation zu verpflichten sei (Ziffer IV, zweiter Absatz des Merkblatts). Durch den Auslagerungsvertrag wird der externe Portfoliomanager allerdings ohnehin bereits dazu verpflichtet, alle Verlautbarungen der BaFin zu beachten, weshalb eine explizite Thematisierung (nur) dieses einen Punktes im Vertrag nicht zielführend wäre.

Zudem hätte eine solche (zusätzliche) Pflicht zur Folge, dass alle Bestandsverträge mit externen Managern angepasst werden müssten, was im offensichtlichen Widerspruch zur Annahme steht, dass den KVGs kein nennenswerter Mehraufwand entstünde.

Geht man hingegen davon aus, dass das Auslagerungsunternehmen aufgrund der allgemeinen Verpflichtung aus dem Auslagerungsvertrag das vorliegende Merkblatt genauso wie jede andere nach Abschluss des Auslagerungsvertrags ergehende BaFin-Verlautbarung würdigt, sollte auf eine obligatorische Ergänzung des Auslagerungsvertrags verzichtet werden.

4. Mitwirkung beaufsichtigter Anleger

Auf eine strenge Formvorschrift ("Gegenzeichnung") bei der Genehmigung von Anlageausschussprotokollen sollte verzichtet werden. Neben dem operativen Aufwand, die Unterschriften sämtlicher an der Sitzung des Anlageausschusses teilnehmender Anleger (deren Zahl durchaus im höheren zweistelligen Bereich liegen kann) einzuholen, erscheint es unter dem Aspekt der Gleichbehandlung aller Anleger fragwürdig und würde in der Praxis von Investmentvermögen, an denen sowohl beaufsichtigte als auch nicht beaufsichtigte Anleger beteiligt sind, zu einer inkonsistent anmutenden Dokumentation von Ausschusssitzungen führen, wenn nur Erstere die Sitzungsprotokolle gegenzeichnen müssten.

Die Bezugnahme auf “beaufsichtigte” Anleger ist zudem unpräzise, da daraus nicht hervorgeht, ob es sich allein um Aufsichtssubjekte der BaFin aus VAG, AnlV/PFAV oder CRR handelt oder ebenso z. B. landesrechtlich beaufsichtigte Altersvorsorgeeinrichtungen, von der EZB beaufsichtigte Kreditinstitute oder Anleger aus dem Sozialversicherungswesen umfasst sein sollen.

Ohnehin sollte unter dem Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkt eine weniger aufwändige und ebenso wirksame Genehmigung der protokollierten Sitzungsinhalte ausreichend sein, z. B. Unterzeichnung des Protokolls durch den Vorsitzenden des Anlageausschusses. Ein strengerer Maßstab als es

beispielsweise das Aktienrecht (Unterzeichnung der Niederschrift von Sitzungen des Aufsichtsrats durch dessen Vorsitzenden gem. § 107 Abs. 2 S.1 AktG; Unterzeichnung der Niederschrift über Hauptversammlungen nichtbörsennotierter Gesellschaften durch Vorsitzenden des Aufsichtsrats. § 130 Abs. 1 S. 2 AktG) oder die BaFin für sich selbst (Sitzungsniederschriften des BaFin-Verwaltungsrats sind vom Vorsitzenden oder dessen Stellvertreter zu unterzeichnen gem. § 6 Abs. 6 S. 1 der Satzung der BaFin) vorgesehen hat, ist nicht nachvollziehbar.

In der Praxis werden Protokolle von Anlageausschusssitzung regelmäßig an alle Mitglieder des Anlageausschusses versandt, die die Möglichkeit haben, binnen einer Frist Widerspruch einzulegen, andernfalls die Niederschrift als genehmigt gilt, womit eine konkludente Mitwirkung gegeben ist.

5. Geschlossene Investmentvermögen mit Rechtspersönlichkeit

Für die unter das KAGB fallenden und in Gesellschaftsform verfassten Investmentvermögen müsste das Merkblatt eine Bereichsausnahme vorsehen, um den Besonderheiten dieser Anlageformen Rechnung zu tragen. Nachvollziehbare Gründe dafür, dass das Merkblatt in diesem Marktsegment Anwendung finden sollte, sind nicht ersichtlich.

Dafür spricht zunächst methodisch, dass Kollisionen mit zum Teil zwingenden Grundsätzen des Handels- und Gesellschaftsrechts zu vermeiden sind. Dies gilt zum Beispiel für unvermeidbare Einschränkungen der diskretionären Befugnisse der KVG bei der Desinvestition des Anlagevermögens, die sich – auch ohne Regelungen des Gesellschaftsvertrags – aus einer (entsprechenden) Anwendung des § 179a AktG auf Publikumskommanditgesellschaften ergeben können. Nach dieser Bestimmung bedarf eine Gesamtvermögensübertragung – z. B. der Verkauf des einzigen Sachwertes oder eines Portfolios von Sachwerten des Fonds – der vorherigen Zustimmung der Gesellschafter mit einer qualifizierten ¾-Mehrheit.

Der Bundesgerichtshof hatte die zuvor in Rechtsprechung und Literatur verbreitet vertretene entsprechende Anwendung von § 179a AktG auf die Kommanditgesellschaft 2022 zwar bezogen auf die personalistisch organisierte Kommanditgesellschaft aufgegeben. Dabei hatte das Gericht zugleich aber ausdrücklich offengelassen, ob es für die Publikums-KG bei der Anwendung des § 179a AktG bleibt (siehe BGH, Urteil vom 15.2.2022 – II ZR 235/20 in NJW 2022, 1878, Rz. 36).

Das OLG Frankfurt hatte daraufhin 2023 geurteilt, dass § 179a AktG auf die Publikumskommanditgesellschaft zumindest dann nicht anwendbar sei, wenn die Gesellschafter der Übertragung aufgrund der Bestimmungen des Gesellschaftsvertrags zustimmen müssen – im zu entscheidenden Fall mit einfacher Stimmenmehrheit aufgrund des Gesellschaftsvertrags (OLG Frankfurt vom 12.9.2023 – 5 U 116/22 in NZG 2024, 153; n. rkr.; Rev. anh. beim BGH unter Az. unter II ZR 137/23). Auf Basis dieser Rechtsprechung wäre es der Geschäftsleitung der Publikums-KG folglich nicht möglich, sämtliche Vermögensgegenstände der Gesellschaft ohne Zustimmung der Anleger per einfachem oder qualifiziertem Mehrheitsbeschluss zu veräußern.

Für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft und die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital gilt gesellschaftsrechtlich nichts anderes, da das KAGB insoweit keine Sonderregelungen enthält (vgl. § 149 KAGB und § 140 Abs. 3 KAGB). Lediglich für die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital stellt § 109 Abs. KAGB klar, dass Anlageaktien „kein Stimmrecht gewähren“. Somit gibt es für die beiden erstgenannten Fondstypen aus der Normensystematik des KAGB heraus keine

Rechtfertigung für Einschränkungen bei der Gewährung von Möglichkeiten zur Einflussnahme durch Stimmrechte in den Gesellschaftsverträgen.

Typischerweise gehört die Veräußerung der (wesentlichen) Vermögensgegenstände – wiewohl aufsichtsrechtlich eine Schnittmenge mit dem Begriff „Portfolioverwaltung“ bildend – handelsrechtlich zu den über den ordentlichen Geschäftsgang der Geschäftsführung hinausgehenden Maßnahmen einer Personenhandelsgesellschaft (vgl. § 116 Abs. 2 Satz 1 Hs. 2 HGB), die der Zustimmung der Gesellschafter bedürfen. Nach der oben skizzierten Rechtsprechung ist es in der Praxis unvermeidlich, den Anlegerrechten in den Gesellschaftsverträgen entsprechend Rechnung zu tragen.

Es ist im Übrigen im Interesse der Anlegerselbstbestimmung auch gar nicht ersichtlich, warum die Anleger in den gesellschaftsrechtlich verfassten Fondsstrukturen nicht grundsätzlich auch wesentliche Strukturmaßnahmen mit ihrer Zustimmung beeinflussen können sollten.

Schließlich würde eine Anwendung des Merkblatts auf geschlossene Bestandsfonds, die in der Regel als Publikums-KGs organisiert sind, eine Umstellung auf die Vorschriften des KAGB praktisch unmöglich machen. Eine solche Überleitung ist nach § 353 Abs. 4 KAGB geboten, wenn ein vor Einführung des KAGB bestehender geschlossener Fonds „zusätzliche Anlagen“ tätigt.

Üblicherweise enthalten die Gesellschaftsverträge dieser Publikums-KGs zahlreiche, in Teilen sehr weitgehende Mitbestimmungsbefugnisse für die Anleger, in der Regel als sogenannte „zustimmungspflichtige Geschäfte“ im Gesellschaftsvertrag verankert. Regelmäßig ist hier z. B. die Veräußerung des Vermögens im Ganzen oder von wesentlichen Teilen, die Umwandlung und auch die Entscheidung über eine Liquidation des Fonds der Zustimmung der Anleger per Gesellschafterbeschluss mit einfacher oder qualifizierter Mehrheit vorbehalten.

Diese gesellschaftsrechtlichen Mitwirkungsbefugnisse können rechtlich nicht entzogen werden, wenn ein solcher Fonds durch eine Investitionstätigkeit in den Anwendungsbereich des KAGB fällt und eine KVG bestellen muss. Die sich bei einem zu weit gefassten Anwendungsbereich des Merkblatts ergebende Kollisionslage ließe sich nicht auflösen. Nur der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass die vorgenannten geschlossenen Fondstypen nicht dem InvStG unterfallen.

Aus dem Vorstehenden ergibt sich, dass die BaFin im Merkblatt ausdrücklich die als Rechtsträger verfassten deutschen Investmentfonds vom Anwendungsbereich ausnehmen müsste, um sich nicht in Widerspruch zum Zivilrecht zu begeben.

6. Intern verwaltete Investmentvermögen

Ergänzender vorsorglicher Hinweis zum Anwendungsbereich: Die Ausführungen zu § 17 KAGB (Ziffer I., letzter Absatz des Merkblatts) beziehen sich inhaltlich soweit 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 macht deutlich, dass das von der Bafin als gegensätzlich verwendete Begriffspaar „Fremdverwaltung“ vs. „Eigenverwaltung“ in der Logik der Umsetzung der AIFMD mittels des KAGB so nicht existiert. Daher sollte für diesen Fall ebenfalls die Ausnahme vom Anwendungsbereich des Merkblatts klargestellt werden.

7. Dokumentationspflichten

Die BaFin vertritt die Ansicht, dass für KVGs durch die mit dem Merkblatt statuierte Dokumentationspflicht kein nennenswerter Mehraufwand entstünde (Ziffer I, vorletzter Absatz des Merkblatts). Diese pauschale Annahme ist unzutreffend. Aus der Pflicht zu einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation gem. § 28 Abs. 1 KAGB eine allgemeine Dokumentationspflicht zum Nachweis der Einhaltung gesetzlicher Anforderungen herzuleiten, überzeugt zudem nicht.

Würde man dieser Auffassung konsequent folgen, müssten jegliche Formen des Handelns und insbesondere alle denkbaren Kommunikationsformen innerhalb einer Organisation erfasst werden, jegliche Arbeitsanweisung also verschriftlicht werden, um lückenlos den Negativbeweis hinsichtlich unzulässigen Verhaltens antreten zu können. Dass dies übertrieben ist, zudem keinerlei Mehrwert bietet und von der BaFin auch nicht gemeint sein kann, liegt auf der Hand.

Auch stellt die Motivation für eine Dokumentationspflicht, „Problembewusstsein“ zu schärfen oder Hemmschwellen aufzubauen, kein geeignetes Kriterium dar, um Dokumentations- und Organisationspflichten für KVGs zu schaffen.

Eine Konkretisierung der Geschäftsorganisationspflichten ergibt sich aus dem enumerativen Katalog des § 28 Abs. 1 Nummern 1 bis 9 KAGB. Zu beachten ist zudem der europarechtliche Einschlag des § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB. So bestimmt § 28 Abs. 3 KAGB, dass sich u. a. die Inhalte der Dokumentationspflichten gem. § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB für AIF-KVGs aus den Vorgaben der Artikel 57 bis 66 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 (im Folgenden „AIFMD-DVO“) ergeben.

Für die Aufzeichnung von Portfoliogeschäften durch AIF-KVGs findet sich eine Konkretisierung der Dokumentationspflichten in Art. 64 AIFMD-DVO, der verlangt, dass Portfoliogeschäfte so aufzuzeichnen sind, „dass der Auftrag und das ausgeführte Geschäft oder die Vereinbarung im Einzelnen rekonstruiert werden können“. Aus dieser Vorschrift ergibt sich, dass die erteilten Aufträge und geschlossene Vereinbarungen zu dokumentieren sind. Aus dieser Vorschrift lässt sich hingegen nicht entnehmen, dass der einer Auftragserteilung vorgelagerte Prozess für die Anlageentscheidungsfindung aufzuzeichnen wäre. Es ist uns auch keine Stellungnahme in der juristischen Literatur bekannt, die dies vertreten würde.

Die Dokumentationspflicht gem. Art. 64 (1) AIFMD-DVO wird in Absatz (2) (für auf einem Ausführungsplatz stattfindende Portfoliogeschäfte) sowie in Absatz (3) (für außerhalb eines Ausführungsplatzes stattfindende Portfoliogeschäfte) konkretisiert, indem die aufzeichnungspflichtigen Daten aufgelistet werden (auf eine Wiedergabe der neuen Einzelpunkte verzichten wir).

Jedenfalls haben alle aufzuzeichnenden Tatsachen gemein, dass sie sich auf den Auftrag für ein Geschäft bzw. das Geschäft selbst beziehen, nicht jedoch auf den vorgelagerten Prozess der Entscheidungsfindung für eine Anlage. Auch wird nicht verlangt, dass die Gründe für eine Anlageentscheidung dokumentiert werden. In Art. 64 (2)(h) AIFMD-DVO verlangt der Gesetzgeber zwar, dass die Gründe für ein bestimmtes Handeln der AIF-KVG dargelegt werden. Dies betrifft allerdings ausschließlich den Fall, dass ein erteilter Auftrag widerrufen wurde.

Zudem ergibt sich aus dieser Vorschrift, dass mit der aufzuzeichnenden „Herkunft“ eines Geschäfts i.S.d. § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB die Details des dem Geschäft zugrundeliegenden Auftrags gemeint sind, also die an dem Auftrag beteiligten Personen und Datum und Uhrzeit der Auftragsermittlung. In Art. 64 AIFMD-DVO wird also an keiner Stelle gefordert, dass Aufzeichnungen betreffend den Prozess vor einem Auftrag oder einem Vertragsschluss aufzuzeichnen sind.

Mithin besteht keine Rechtsgrundlage dafür, dass die Schritte der Entscheidungsfindung zu dokumentieren sind. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die in Art. 64 AIFMD-DVO aufgeführten Aufzeichnungspflichten abschließend sind, da es an einer tatbestandlichen „Öffnung“ für weitere aufzuzeichnenden Daten, etwa durch eine „insbesondere-Regelung“, fehlt. Art. 64 (1)-(3) AIFMD-DVO verdeutlicht vielmehr, dass der Gesetzgeber eine klare Grenze zieht, wo die Aufzeichnung im Hinblick auf Portfoliogeschäfte beginnen: nämlich bei der Auftragserteilung bzw. dem Vertragsschluss. Für den Zeitraum vor dieser Entscheidung, also etwaige Empfehlungen, die Nutzung von Research oder Teilnehmer von Anlagegesprächen, lässt sich aus dieser Vorschrift hingegen keine gesetzliche Dokumentationspflicht herleiten.

Im Ergebnis besteht keine Rechtsgrundlage, aus der sich eine Verpflichtung einer KVG, den einer Anlageentscheidung vorgelagerten Prozess der Entwicklung von Anlageentscheidungen für Investmentvermögen zu dokumentieren, ableiten lässt.

8. Umsetzungsfrist für neue Dokumentationsvorgaben

Auch wenn wir, wie vorstehend ausgeführt, die Auffassung vertreten, dass es bereits an einer Rechtsgrundlage für die von der BaFin geforderten Dokumentationspflicht fehlt, möchten wir dennoch auf die von der BaFin gesetzte Umsetzungsfrist für die neuen Dokumentationsvorgaben eingehen. Um ein adäquates, auf die finalen Vorgaben des Merkblatts abgestimmtes, ggfs. IT-gestütztes Dokumentationssystem zu implementieren, bedürfte es eines hinreichenden Vorlaufs, was dem Ansinnen der BaFin, dass KVGs die Vorgaben bereits ab Veröffentlichung des Merkblatts zu befolgen haben, entgegensteht. Bei Auslagerungssachverhalten besteht zudem ein höherer Komplexitätsgrad, da die Kommunikation nicht bloß bilateral geschieht, sondern auch in Dreiecksverhältnissen abgebildet werden müsste. Zudem wäre im grenzüberschreitenden Kontext klärungsbedürftig, ob ein ausländischer Portfoliomanager bereits nach eigenen nationalen Vorschriften Dokumentationspflichten erfüllt, die sich womöglich nicht oder nicht gänzlich mit den BaFin-Vorgaben decken, und wie in dieser Situation zu verfahren wäre.