



Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Wertpapieraufsicht
Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt am Main

Per Mail: Konsultation-08-25@bafin.de;
nachrichtlich: VA@bafin.de;

Berlin und München, den 31. März 2025

Betreff: Stellungnahme im Rahmen der Konsultation 08-25 (GZ: FR 1903/00063#00001) – Stellungnahme von aba, ABV und AKA zum Entwurf eines Merkblatts zum Umfang der aufsichtsrechtlich zulässigen Einflussnahme von Anlegern in Investmentvermögen

Sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für den Entwurf eines Merkblatts zum Umfang der aufsichtsrechtlich zulässigen Einflussnahme von Anlegern in Investmentvermögen (Merkblatt-Entwurf) und für die Möglichkeit, im Rahmen einer öffentlichen Konsultation dazu Stellung zu nehmen.

Die Verfasser dieser Stellungnahme vertreten die betriebliche Altersversorgung (aba), die kommunalen und kirchlichen Versorgungs- und Zusatzversorgungskassen (AKA) und die berufsständischen Versorgungseinrichtungen (ABV)¹. Die von uns vertretenen Altersversorgungseinrichtungen verwalteten Ende 2023 über 700 Mrd. EUR an Kapitalanlagen. Hinzu kommen noch die Kapitalanlagen im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung von Unternehmen (Bilanzvermögen / CTAs, Unterstützungskassen). Ein großer Teil der Kapitalanlagen erfolgt über Spezialfonds (oftmals über segmentierte Masterfonds oder mehrstufige Dach- und Zielfondsstrukturen), die der effizienten Kapitalanlageorganisation einer Altersversorgungseinrichtung dienen und die Anbindung vieler Fondsmanager erlauben. Spezialfonds ermöglichen die effiziente Umsetzung von Anlagestrategien unter Berücksichtigung der Anlegerbedürfnisse, die in der Direktanlage nicht darstellbar wären. Zudem sind sie aufgrund ihrer handelsrechtlichen Behandlung ein zentrales Element der Vermögensanlage. Sowohl Rechtssicherheit der investimentrechtlichen Behandlung dieser Anlagen als auch die Möglichkeit der Anlegerkommunikation in Spezialfonds ist für Altersversorgungseinrichtungen von zentraler Bedeutung. Altersversorgungseinrichtungen sind mittlerweile mit rund 775 Mrd. EUR die mit Abstand größte Anlegergruppe in offene Spezialfonds (Anteil knapp 1/3) in Deutschland.²

¹ aba: Lobbyregister R001407 und Transparenzregister 2170743761-61

ABV: Lobbyregister R001025 und Transparenzregister 878907242358-62

AKA: Lobbyregister R001036 und Transparenzregister 453224331082-90

² Vgl. [BVI-Pressemitteilung vom 11. Feb 2025](#) u.a. zu Spezialfonds nach Anlegergruppen: „Beim verwalteten Vermögen von insgesamt 4.472 Milliarden Euro sind offene Spezialfonds mit 2.183 Milliarden Euro die größte Gruppe. Davon entfallen insgesamt knapp 60 Prozent auf Altersvorsorgeeinrichtungen (774 Mrd. Euro) und Versicherer (526 Mrd. Euro).“

Unstreitig sind der Grundsatz der Fremdverwaltung und die letztverantwortliche Entscheidung der KVG sowie, dass keine Weisungsbefugnis seitens der Altersversorgungseinrichtungen besteht. Einige der im Entwurf des Merkblatts zur Einflussnahme auf Investmentvermögen sowie zu Dokumentationspflichten enthaltenen Ausführungen stellen aber eine **deutliche Verschärfung der bisherigen Verwaltungspraxis und des europäischen Rechtsrahmens der AIFM-Richtlinie dar. Die Anforderungen des Merkblatts würden zu einer erheblichen Zunahme an Verwaltungs- und Dokumentationsaufwand für KVGen und Anleger führen. Gleichzeitig würden sie zahlreiche neue Umsetzungs- und Folgefragen nach sich ziehen und somit Rechtsunsicherheit erzeugen.** Nach unserer Einschätzung kann sich dies sehr **kritisch auf die beratende und empfehlende Mitwirkungsmöglichkeit von Anlegern im Spezialfondsbereich bzw. in Masterfonds und Dach- und Zielfonds-Strukturen auswirken und die Zusammenarbeit mit KVGen bzw. Fondsmanagern negativ beeinflussen, so dass die Relevanz des deutschen Spezialfonds als Anlagevehikel für Altersversorgungseinrichtungen künftig in Frage gestellt werden kann.** Die vielfältigen Vorteile des Spezialfonds und die flexible Anlegerkommunikation in Bezug auf die Anlagepolitik aus Sicht der Altersversorgungseinrichtungen müssen derart erhalten bleiben, dass der **Spezialfonds als effizientes Instrument der Kapitalanlageorganisation auch praxistauglich und zu vertretbarem Aufwand bei der operativen Umsetzung nutzbar bleibt.**

- Da sich der Grundsatz der Fremdverwaltung und die Anforderungen bereits aus dem harmonisierten europäischen Rechtsrahmen ergeben, sehen wir **keinen rechtlichen Klarstellungs- oder Regelungsbedarf auf nationaler Ebene und bitten darum, von einer Veröffentlichung des angedachten Merkblattes abzusehen** und das bislang vernünftig austarierte System der beratenden und empfehlenden Mitwirkungsmöglichkeiten der Anleger von Spezialfonds in Anlageausschüssen und der Letztverantwortlichkeit und Letztentscheidung der KVG / Portfoliomanager nicht in Frage zu stellen. Unsicherheiten in diesem Bereich, wie sie durch die Stoßrichtung des Merkblattes insinuiert werden, müssen vermieden werden.

Der Merkblatt-Entwurf hat erhebliche Auswirkungen auf Anleger eines Investmentvermögens, zu denen „auch von der BaFin beaufsichtigte Banken und Versicherer gehören können“. Allein diese Formulierung lässt befürchten, dass die Wertpapieraufsicht beim Erstellen des Entwurfs die **Altersversorgungseinrichtungen und ihre aufsichtsrechtlichen Anforderungen nicht im Blick hatte und die Fachreferate des Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht nicht angemessen einbezogen wurden.** Altersversorgungseinrichtungen gestalten ihr Gesamtportfolio unter Berücksichtigung von Investmentfonds, wobei diese im Risikomanagement der Altersversorgungseinrichtungen integrierbar sein müssen. Tatsächlich blendet dieser Merkblatt-Entwurf die Regulierung der Anleger, u.a. von Altersversorgungseinrichtungen, komplett aus.

Zudem stellt sich uns die Frage, warum bei so einem wichtigen Thema ein solcher **Zeitdruck** erzeugt wird. Wir erachten die vorgesehene Konsultationsfrist von etwas über 2 Wochen bzw. 17 Tagen als nicht angemessen. Hinzu kommt die möglicherweise extrem kurze Frist der Geltung der neuen Vorgaben, die unmittelbar nach Veröffentlichung des finalen Merkblattes anzuwenden sein könnten. Und dies trotz vieler ungeklärter Fragen.

- Sollte es tatsächlich eines BaFin-Merkblatts bedürfen, bitten wir darum, dass den **Wechselwirkungen von Investmentrecht / KAGB einerseits und den aufsichtsrechtlichen Anforderungen der Anleger / VAG und AnIV/PFAV andererseits** angemessen Rechnung getragen wird, um somit der Konsistenz des Aufsichtsrechts insgesamt und einer integrierten Perspektive der BaFin als Gesamtfinanzaufsicht gerecht zu werden.
- Die Notwendigkeit der Konsistenz der Aufsichtsregime ist aus unserer Sicht zwingend erforderlich, um den **Anforderungen der regulierten Altersversorgungseinrichtungen an ihre beratenden und empfehlenden Einflussmöglichkeiten bei Anlagen über Investmentfonds** gerecht zu werden.

werden. Dies ist nicht zuletzt auch aus Sicht des Schutzes der Interessen der Leistungsempfänger und Versorgungsanwärter heraus geboten.

- Ein branchenübergreifender BaFin-Entwurf eines solchen Schreibens muss mit einer angemessenen Frist zur Konsultation gestellt werden, die eine **ausführliche Diskussion unter Einbindung relevanter Interessengruppen** erlaubt. Dies erfordert die erhebliche Relevanz der Thematik.

Folgende konkreten Punkte sehen wir diesbezüglich im Entwurf des Merkblatts als kritisch an:

- 1) Die Nutzung von Anlageausschüssen als beratendes Gremium zum Informationsaustausch und zur Äußerung von Bedürfnissen und Präferenzen von Anlegern ist weiterhin von großer Bedeutung und unerlässlich. Die **Wertung einer regelmäßigen Initiative und Kommunikation zur Anlagepolitik seitens der Anleger als „Indiz für eine indirekte Weisung“ und somit als einen möglichen Verstoß gegen die Letztentscheidungshoheit der KVG stellt dies im Kern in Frage**. Die vorgeschlagene Abgrenzung von „erlaubter“ und „nicht-erlaubter“ Kommunikation und Initiative erscheint äußerst problematisch und eröffnet ein **weites Feld an Rechtsunsicherheiten bei der Auslegung**. Dadurch kann die Vertrauenssituation zwischen Anleger und Spezialfonds und ihrer Kommunikation unterminiert werden, und es ist aus unserer Sicht sehr fraglich, ob dadurch – wie im Merkblatt-Entwurf ausgeführt – das Ziel erreicht wird, *„ein Problembewusstsein für die aufsichtsrechtlichen Grenzen einer Einflussnahme der Anleger zu schaffen und die Hemmschwelle für unzulässige Einflussnahmen zu erhöhen“*.

Die Möglichkeit seitens des Spezialfonds-Anlegers, eine **Änderung der Anlagepolitik im laufenden Mandat anzuregen, muss auch kurzfristig und unabhängig von der Anpassung der vertraglich vereinbarten Anlagerichtlinien möglich sein**, um im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie auf veränderte Kapitalmarktsituation und Rahmenbedingungen reagieren zu können. Dies ergibt sich oftmals auch aus den aufsichtsrechtlichen Anforderungen der Anleger. Hierfür sind viele materielle Gründe naheliegend:

- Master- bzw. Dach- und Zielfondstrukturen ermöglichen ganz entscheidend die Umsetzung von Assetallokationen mit Anlageklassen, die in der Direktanlage von vielen Einrichtungen nicht direkt abgebildet werden können. Der zentrale administrative Nutzen des Bündelungsvehikels liegt in der Reduktion der Komplexität der Abwicklung und Buchhaltung bis hin zu steuerlichen Themen durch die KVG, um Ressourcen der Altersversorgungseinrichtung einzusparen. Master-/Dachfondsstrukturen ermöglichen somit die effiziente Organisation der Kapitalanlage von Altersversorgungseinrichtungen. Dabei ist die Sicherstellung der Vereinbarkeit der Fondsanlagen mit der strategischen Assetallokation des Anlegers auch unter Berücksichtigung der verschiedenen Fondsebenen und Manager von grundlegender Bedeutung für die Nutzung von Spezialfonds im Rahmen solcher Master- / Dachfonds. Ebenso ist die Auswahl und Anbindung von Zielfonds- bzw. Zielfondsmanagern durch die KVG bzw. den Portfoliomanager, welche den Interessen der Anleger entsprechen, eine grundlegende und erforderliche Eigenschaft, um die zentrale Funktion der gesamten Struktur zu ermöglichen. Die Möglichkeit der Abgabe von Empfehlungen ist somit wesentlich für diese Strukturen. Auch im Rahmen dieser Strukturen muss grundsätzlich die Überwachungsfunktion durch den Anleger und das Monitoring der Vereinbarkeit mit der Gesamtassetallokation des Anlegers ermöglicht werden, die bspw. die AnIV und das BaFin Kapitalanlage-Rundschreiben 11/2017 (VA) einfordern. Die Möglichkeit der Abgabe von Empfehlungen muss daher ohne Schaffung zusätzlicher Rechtsunsicherheiten und umfassender Dokumentationspflichten

möglich bleiben, zumal durch die Äußerung von Anlagebedürfnissen und Empfehlungen in keiner Weise das Treffen der Entscheidungen durch die KVG in Frage gestellt wird, sondern diese Anlegerkommunikation die KVG in die Lage versetzt, die Anlegerinteressen in ihre Entscheidungsfindung mit einbeziehen zu können.

- In der Praxis ist auch eine Anlegerkommunikation im Hinblick auf die Berücksichtigung und Einhaltung versicherungsaufsichtsrechtlicher Vorgaben unumgänglich und eine entsprechende Äußerung des Anlegerbedürfnisses muss möglich bleiben. Relevant können hier z.B. Vorgaben zur Einhaltung von Streuungsquoten der AnIV, die Meldeschwellen bei M&A-Transaktionen, Kartellverfahren oder konkrete Verstöße einzelner Emittenten gegen Ausschlusslisten bzw. ESG-Richtlinien des bzw. der Anleger(s) sein. Insbesondere im Bereich der Streuungsvorgaben ist es nahezu unmöglich bzw. prohibitiv aufwendig, die Anlagerichtlinien aller indirekten Anlagen derart zu gestalten, dass ohne Hinweise durch Anleger Quotenverletzungen ausgeschlossen sind. Dies ist umso relevanter, da die KVG / der Portfoliomanager ohne entsprechende Anlegerkommunikation nur die eigenen Anlagen kennt und weder die aufsichtlichen Anforderungen der institutionellen Anleger noch die gesamte Kapitalanlage und die Abstimmung von Direkt- und Fondsanlage der Altersversorgungseinrichtung im Blick haben kann.
- Für illiquide Investitionen (Immobilien, Private Markets-Anlagen, etc.) ergibt sich aufgrund der Natur der Anlagen ein erhöhter Konsultationsbedarf vor der Kaufentscheidung des Portfoliomanagers, da Fehlentscheidungen wesentlich schwieriger korrigiert werden können als im liquiden Bereich. Die Erforderlichkeit der Konkretisierung von Investments ergibt sich je nach Assetklasse aufgrund der jeweiligen abstrakter gehaltenen Investmentstrategie im Rahmen der Anlagerichtlinien. Bei illiquiden Positionen ist der Schaden bzw. die Dauer einer möglichen Streuungsquotenverletzung sehr hoch, so dass in vielen Fällen eine Konsultation des bzw. der Anleger(s) vor der Investitionsentscheidung der KVG aus AnIV-Sicht geboten erscheint.

Die Letztverantwortlichkeit für die Verkauf- oder Kaufentscheidung auf Einzeltitelebene und das Treffen der entsprechenden Entscheidungen bleibt hierbei immer bei der KVG / dem Portfoliomanager. Dies ergibt sich bereits aus dem europäischen Rechtsrahmen und bedarf unseres Erachtens keiner nationalen Konkretisierung.

- Daher muss die **bisher vorhandene Möglichkeit, Anlegerbedürfnisse und -präferenzen ohne Bindungswirkung für die KVG äußern zu dürfen, weiterhin ohne eine „Obergrenze“ für die Häufigkeit der Anlegerkommunikation zulässig bleiben**. Auch eine kontinuierliche Äußerung von Anlegerbedürfnissen und die Abgabe von Empfehlungen muss zulässig sein. Eine solche Möglichkeit zur Einflussnahme und empfehlender Mitwirkung ist auch aus versicherungsaufsichtsrechtlicher Perspektive geboten.
- Die **Formulierungen im Hinblick auf „indirekte Weisungen“ sind diesbezüglich als sehr kritisch zu werten**, da durch diese die seitens BaFin-Wertpapieraufsicht angestrebte Klarstellung auch nicht erreicht wird. Aussagen wie *„Wann eine indirekte Weisung vorliegt, muss anhand der Umstände des konkreten Falles beurteilt werden. Indizien für eine indirekte Weisung wären (...)“* und die benannten Indizien helfen in der Praxis nicht, verursachen aber viel Arbeit und große Unsicherheit und das Risiko einer Abweichung von den europäischen Vorgaben. Rechtlich und tatsächlich handelt es sich lediglich um Hinweise und Empfehlungen und nicht um (direkte oder indirekte) Weisungen. Sollte es tatsächlich eines BaFin-Merkblatts bedürfen, regen wir die Streichung des Abschnittes zu „Indirekten Weisungen“ und insbesondere der genannten Indizien an.

- 2) Die Neuregelung **umfassender Dokumentations- und Mitwirkungspflichten führt zu massivem Bürokratieaufbau und Kosten- und Zeitaufwand sowohl bei KVGen als auch bei Anlegern**. Die umfassenden Pflichten gehen nicht mit Mehrwert für die Kapitalanlage einher – im Gegenteil: Sie werden sich aufgrund der höheren Kostenbelastung und der geringeren Flexibilität negativ auf die Rendite auswirken. Dieses Merkblatt ist daher nicht im Interesse der Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger von Altersversorgungseinrichtungen.

Die Forderung, „jede Form der Einflussnahme von Anlegern auf die Anlageentscheidungen“ zu dokumentieren, stellt aus unserer Sicht durchaus einen deutlichen Zusatzaufwand dar. Explizit genannt werden Anlageempfehlungen und Anlageideen der Anleger sowie die Protokollierung und Gegenzeichnung der Anlageausschüsse, was jedoch keine abschließende Auflistung der Einflussnahmemöglichkeiten darstellt. Daher können wir die Einschätzung der BaFin im Merkblatt-Entwurf nicht teilen, dass aufgrund der bestehenden Dokumentationspflicht nach § 28 KAGB „mit vorliegender Konkretisierung jener Dokumentationspflicht von keinem nennenswerten Mehraufwand für die Kapitalverwaltungsgesellschaft auszugehen“ sei. Ebenso können wir die Einschätzung nicht teilen, dass durch die zusätzlichen Dokumentationspflichten mehr „Sicherheit für alle Beteiligten, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Anlegern“ geschaffen wird, da unseres Erachtens gerade aufgrund der neuen Anforderungen insgesamt neue Rechtsunsicherheiten geschaffen werden im Hinblick auf die operative Umsetzung und die Rechtsfolgen (siehe hierzu auch Nr. 1). Der rein erzieherische Charakter (S. 5) der „bei allen beteiligten Akteuren...ein Problembewusstsein ... zu schaffen und die Hemmschwelle für unzulässige Einflussnahme zu erhöhen“ ist durch das gesetzliche Verbot bereits erreicht.

Auch insoweit erscheint das Merkblatt nicht erforderlich.

Zudem wird von beaufsichtigten Anlegern eine „entsprechende Mitwirkung“ bei der Dokumentation durch die KVG erwartet und dies am Beispiel Gegenzeichnung des Protokolls erläutert. Unklar bleibt, ob es **weitere Mitwirkungspflichten von beaufsichtigten Anlegern** gibt und welche das sein sollten.

- Die geplanten neuen Dokumentationspflichten führen zu einem deutlichen Mehr an Bürokratie bei den Beteiligten. Dies widerspricht den ausdrücklichen Bemühungen der bisherigen und auch der künftigen Bundesregierung. Aktuell haben sich CDU, CSU und SPD in den am 8. März 2025 veröffentlichten Ergebnissen der Sondierungsgespräche auf Seite 5 dazu bekannt, dass sie zum „Abbau von Bürokratie insbesondere (...) Berichts-, Dokumentations- und Statistikpflichten (abschaffen wollen)“. Der Merkblatt-Entwurf unterläuft diese richtige und notwendige Ankündigung der Politik. **Wir brauchen nicht mehr Verwaltungs- und Dokumentationsaufwand, sondern weniger!**
- Zumindest der Umfang der Dokumentationspflichten sollte sachgerecht begrenzt und konkretisiert werden.

- 3) Wegen möglicher Rechtsunsicherheiten der Grenze zulässiger Anlegerkommunikation und der materiellen Bewertung von Chancen und Risiken werden KVGen möglicherweise **zunehmend auf die Bestellung zusätzlicher externer Portfoliomanager und Anlageberater** bestehen, die zu einer weiteren Kostenbelastung und zusätzlicher Abhängigkeit von Asset Managern führt.

Hierbei sehen wir die Ausführungen im Merkblatt-Entwurf zu „Investmentideen“ oder „Empfehlungen“ der Anleger, die von der Aufsicht als "eine indirekte Weisung“ gedeutet werden können

und im Rahmen von Einzelfall-Prüfungen anhand der Umstände des jeweiligen konkreten Falls zu beurteilen sind, als kritisch an. Die genannten Indizien zur materiellen Prüfung begründen Auslegungs- und Anwendungsunsicherheiten, bedeuten erheblichen Aufwand und bergen das Risiko einer Abweichung der Vorgaben für deutsche KVGen von den Anforderungen für AIFMs in anderen europäischen Ländern zum Nachteil der Anleger deutscher Fonds.

Für Rückfragen sowie eine vertiefende Diskussion stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung. Sie erreichen uns über: info@aba-online.de, info@abv.de und info@aka.de.

Mit freundlichen Grüßen

aba, ABV und AKA