

08/01/2026

Unzulässige Einmischung von Anlegern in die Geschäftsführung

Authored by Mevlüde-Aysun TOKBAG, Partner

Einführung

Diese Zeilen befassen sich mit der Frage, inwieweit Anleger eines Fonds Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen können bzw. dürfen. Hierüber wurde in letzter Zeit viel gesprochen und geschrieben. Ich möchte es nicht missen, hierzu auch unseren German Desk Standpunkt, wie auch diesbezügliche Erfahrungen zu teilen. Dabei ist zunächst wichtig, zwischen deutschen und luxemburgischen Gesetzen zu unterscheiden, wobei unser German Desk nur im luxemburgischen Recht berät.

Rechtslage in Deutschland

In Deutschland ist die BaFin als oberste Finanzaufsichtsbehörde für diese Fragestellung zuständig. Die BaFin definiert in ihrem Konsultationsschreiben 06/2025 „Merkblatt zur Einflussnahme von Anlegern auf Investments und Desinvestments von Investmentvermögen“ die Grenzen der Einflussnahme von Anlegern auf Anlageentscheidungen. Anknüpfungspunkt für das Merkblatt der BaFin ist § 17 KAGB; es bezieht sich also ausschließlich auf Kapitalverwaltungsgesellschaften. Danach verwalten nicht die Anleger das Investmentvermögen (keine Eigenverwaltung), sondern die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die für die Einhaltung der Regelungen des KAGB die Verantwortung trägt. Laut Merkblatt der BaFin obliegt insbesondere die Portfolioverwaltung als eine der wichtigsten Kernaufgaben einer Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst oder einem durch diese beauftragten Portfolioverwalter. Diese Aufgabe darf laut BaFin nicht durch die Anleger wahrgenommen werden. In der Folge bedeutet dies konkret, dass Entscheidungen darüber, welche Vermögensgegenstände für ein Investmentvermögen angeschafft oder veräußert werden sollen, nicht durch die Anleger getroffen oder erheblich beeinflusst werden dürfen. Diese Entscheidungen obliegen der Kapitalverwaltungsverwaltungsgesellschaft bzw. einem beauftragten Portfolioverwalter. Auch Weisungen der Anleger gegenüber einem Portfolioverwalter oder der Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst hinsichtlich eines Kaufs oder Verkaufs sind unzulässig. Bei Missachtung würde ausweislich des Merkblatts eine aufsichtsrechtlich unzulässige Einflussnahme der Anleger vorliegen. Abzugrenzen hierzu ist das Aussprechen von Empfehlungen oder Investmentideen durch die Anleger. Dies ist laut BaFin grundsätzlich zulässig, soweit die finale Entscheidung bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem Portfolioverwalter verbleibt. Dabei ist zu beachten, dass es sich tatsächlich nur um Empfehlungen handelt und nicht um verdeckte Weisungen. Insoweit grenzt die BaFin also zwischen unzulässiger Entscheidungsgewalt und zulässiger Einbringung von Empfehlungen und Investmentideen ab.

Diese strengen Vorgaben finden sich teils auch in der deutschen Rechtsprechung wieder. Das Finanzgericht München hat im Rahmen des Gerichtsbescheid 7 K 1803/21 vom 07.10.2024 ausgeführt, dass der Grundsatz der Fremdverwaltung besteht und ein Investmentvermögen im Sinne des KAGB nur dann vorliegen kann, wenn die Anleger als Gruppe keine laufende Ermessens- oder Kontrollbefugnis haben, sondern diese Befugnisse an eine Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgelagert werden.

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) kritisiert das Merkblatt der BaFin in einer Stellungnahme unter verschiedenen Gesichtspunkten. Insbesondere hält der BAI die Anknüpfung an § 17 KAGB für verfehlt und begründet dies damit, dass diese Norm keine Aussage zur Einmischung von Anlegern oder diesbezüglicher Konsequenzen beinhaltet. Hervorzuheben ist auch, dass laut BAI dem Merkblatt insgesamt die richtige normative Einordnung fehle. Auch merkt der BAI an, dass das Merkblatt der BaFin in manchen Aussagen hinsichtlich des Verbots der Einflussnahme zu strikt ist und legt dar, dies widerspreche in Teilen

der gängigen Praxis. Hinsichtlich Investmentideen / Empfehlungen durch Anleger bestätigt der BAI, dass diese grundsätzlich zulässig sind und stimmt somit inhaltlich zumindest diesem Punkt des Merkblatts zu. Es wird darüber hinaus darauf hingewiesen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft sogar gegen rechtliche Verpflichtungen verstößen könnte, wenn sie gegen eine Empfehlung der Anleger entscheiden würde. Rechtlich begründet sei dies damit, dass das Aufsichtsrecht des Finanzsektors die Vorschriften zur Geschäftsbesorgung gerade nicht überlagert. Insbesondere müsse dies berücksichtigt werden, wenn es lediglich einen Anleger gäbe, weil dann sein Interesse dem gesamten Anlegerinteresse entsprechen würde, sodass seine Empfehlungen zwingend berücksichtigt werden müssten. Differenzierend führt der BAI jedoch aus, dass dies bei mehreren Anlegern anders zu handhaben wäre, weil in dem Fall insgesamt das Anlegerinteresse durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu ermitteln wäre und ein einzelnes Anlegerinteresse demnach kein hohes Gewicht beigemessen werden dürfte.

Im Ergebnis teilt der BAI dennoch die Ansicht der BaFin, dass die Letztentscheidung über Transaktionen aufsichtsrechtlich bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft bzw. bei einem beauftragten Portfolioverwalter liegt. Uneins ist man sich zwischen BaFin und BAI hinsichtlich der Reich- und Tragweite der Anlegereinbindung.

Soweit zur deutschen Rechtslage aus unserer Sicht, nun zu uns nach Luxemburg:

Rechtslage in Luxemburg

Auch wenn es sich bei dem Merkblatt der BaFin und der Stellungnahme des BAI um Schreiben für deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften handelt, kann dies auch für deutsche institutionelle Anleger von grenzüberschreitenden Fondsstrukturen eine interessante Lektüre sein, um ein grundlegendes Verständnis für dieses Spannungsfeld zu schaffen.

In Luxemburg gelten insbesondere RAI (Reservierter Alternativer Investment Fonds) und SIF (Spezialisierter Investmentfonds) als beliebte Fondsprodukte, da diese unter anderem als alternative Investmentfonds (AIF = ein Organismus für gemeinsame Anlagen, der bei einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren) steuerliche Vorteile genießen.

Bei einem RAI handelt es sich um ein unreguliertes kollektives Anlageinstrument, das es seit 2016 in Luxemburg gibt. Ein RAI ist unter anderem deshalb attraktiv, weil er innerhalb weniger Wochen gegründet und einsatzbereit sein kann, während er von einem AIFM – einem Verwalter alternativer Investmentfonds – verwaltet wird. Zudem unterliegt der RAI keiner Produktzulassung durch die CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) und bietet eine hohe Flexibilität bei der Wahl der Anlagestrategien und -strukturen. RAIs können in verschiedene Anlageklassen investieren, wie beispielsweise Private Equity, Immobilien, Hedgefonds und andere alternative Anlageformen. Bei einem SIF handelt es sich in der Regel ebenfalls um einen AIF, der in alle Arten von Vermögenswerten investieren kann. Dieser unterliegt jedoch im Gegensatz zum RAI einer Produktzulassung und fortwährenden Kontrolle durch die CSSF.

Fonds in Form eines RAI oder eines SIF unterliegen grundsätzlich keiner Körperschafts- oder Gewerbesteuer. Hierfür müssen die Fonds jedoch bestimmte Vorgaben und Voraussetzungen erfüllen, die sich in erster Linie aus der Definition eines AIF des Artikels 1 (39) des Gesetzes vom 12. Juli 2013 über Verwalter alternativer Investmentfonds, wie abgeändert, ergeben. Mit diesem wurde die AIFMD (= Alternative Investment Fund Managers Directive, 2011/61/EU) in nationales Recht umgesetzt, worin die Zulassung und die Tätigkeiten von AIFM geregelt werden. Durch verschiedene Leitlinien und FAQs hat die ESMA (European Securities and Markets Authority) zusätzliche Erläuterungen veröffentlicht.

Die ESMA konkretisiert in ihren "Guidelines on key concepts of the AIFMD" (ESMA/2013/611) die Merkmale eines AIF und führt aus, wann es sich um einen solchen handelt. Unter anderem dürfen die Anleger – jedenfalls als Gruppe – keine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis hinsichtlich des Fonds besitzen.

In den Leitlinien führt die ESMA zu „Organismus für gemeinsame Anlagen“ wie folgt aus: Wenn ein Organismus alle nachstehend aufgeführten Merkmale aufweist, sollte daraus nachweislich hervorgehen, dass der Organismus ein Organismus für gemeinsame Anlagen im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe a der AIFMD ist. Dabei handelt es sich um folgende Merkmale: (a) Der Organismus verfolgt keinen allgemein-kommerziellen oder -industriellen Zweck; (b) der Organismus bündelt das bei seinen Anlegern zum Zweck der Anlage beschaffte Kapital im Hinblick auf die Erzielung einer Gemeinschaftsrendite für diese Anleger; und (c) die Anteilseigner des Organismus besitzen – als Gruppe – keine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis. Die Tatsache, dass einem oder mehreren, jedoch nicht allen vorstehend genannten Anteilseignern eine laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis

gewährt wurde, sollte nicht als Nachweis dafür herangezogen werden, dass es sich bei dem Organismus nicht um einen Organismus für gemeinsame Anlagen handelt.

Die ESMA bestimmt den Begriff „laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis“ wie folgt: eine Form einer unmittelbaren und kontinuierlichen Entscheidungsgewalt – unabhängig davon, ob sie ausgeübt wird oder nicht – über operative Fragen in Bezug auf die tägliche Verwaltung der Vermögenswerte des Organismus, die wesentlich weiter reicht als die normale Ausübung von Entscheidungs- oder Kontrollbefugnissen in Form der Abstimmung bei Aktionärsversammlungen über Fragen wie Fusionen oder Abwicklung, die Wahl von Anteilseignervertretern, die Ernennung von Vorstandsmitgliedern oder Abschlussprüfern oder die Feststellung des Jahresabschlusses.

Demnach wäre es unzulässig, den Anlegern eine solche Befugnis zu gewähren. Sobald ein solches Vorgehen trotz der Vorgaben der ESMA durchgeführt werden würde, könnte dies als Nachweis dafür herangezogen werden, dass bei dem Fonds die Charakteristik eines AIF in Frage steht. Entscheidend für Luxemburg sind mangels abweichender, nationaler regulatorischer Vorgaben die oben genannten Leitlinien der ESMA.

Dies so weit aus rein regulatorischer Sicht.

Da in der Fondswelt in Luxemburg ein AIF oft und gerne in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft (S.C.S., S.C.Sp., S.C.A.) aufgesetzt wird, gelten sodann auch die entsprechenden luxemburgischen Gesetze, hier insbesondere das Gesetz vom 10. August 1915 über Handelsgesellschaften, wie abgeändert (Gesellschaftengesetz). Auch darin ist klar geregelt, dass sich die Anleger bei einer Kommanditgesellschaft in die Geschäftsführung, sei es in einer kommerziellen Gesellschaft oder einem Fonds, eben nicht einmischen dürfen. Dies gilt uneingeschränkt. Hier findet insoweit keine Differenzierung statt. Denn: Artikel 310-3 des Gesellschaftengesetzes besagt ausdrücklich im Wortlaut, dass ein Kommanditist gegenüber Dritten keine Geschäftsführungshandlungen vornehmen kann. Danach ist es den Kommanditisten untersagt, an der Leitung oder Verwaltung der Gesellschaft teilzunehmen, jedenfalls soweit es Handlungen gegenüber Dritten betrifft. Das Gesellschaftengesetz sieht dabei keine Ausnahmen oder Abgrenzungen vor. Mischen sich Kommanditisten in unzulässiger Weise in die Geschäftsführung ein, wird also gegen das luxemburgische Recht verstößen, was in der Folge unter Umständen zu Haftungsansprüchen oder anderen Ersatzansprüchen führen könnte.

Mithin sind unsere Hauptprodukte wie RAIF und SIF im Falle der typischen Rechtsform einer Kommanditgesellschaft im Hinblick auf das streitgegenständliche Thema noch restriktiver als die BaFin, da hier keinerlei Spielraum schon aus dem Gesellschaftengesetz gewährt wird; die Regulatorik mal beiseitegelassen.

Fonds (RAIF oder SIF) in einer solchen Rechtsform sind seitens der Anleger also mit Bedacht zu genießen, da im Falle jeglicher Einmischung bereits ein Gesetzesverstoß vorliegen könnte. Je nach Ausgestaltung des Fonds kann unter Umständen dann den Anlegern ein Stimmrechtsentzug drohen und/oder die Entziehung des RAIF-Status, mangels AIF-Qualifizierung, was dann den luxemburgischen Steuervorteil des RAIFs / SIFs entfallen lassen könnte. Ob etwaige Konsequenzen tatsächlich zu erwarten wären, hängt natürlich von den Umständen des Einzelfalles ab und kann daher nicht abschliessend beantwortet werden.

Bei dem Thema *Unzulässige Einmischung von Kommanditisten in die Geschäftsführung* ist mithin festzuhalten, dass sich sowohl Anleger als auch die jeweiligen AIFMs und/oder dessen Portfolioverwalter bewusst sein sollten, wo ihre Aufgabenbereiche anfangen und enden.

Hierbei sollte dann auch unser eigenes luxemburgisches Recht nicht vernachlässigt werden. Eine Einmischung von Anlegern in die Geschäftsführung birgt genannte Risiken, gegebenenfalls sogar mehr vor Ort bei uns in Luxemburg, als das deutsche Recht, die BaFin und/oder der BAI zu sagen vermögen.

Abschließend sei aber dennoch betont, dass die vorstehenden Ausführungen bewusst die streng rechtliche Sichtweise in Luxemburg wiedergeben. In der Praxis bestehen natürlich anerkannte Strukturen, etwa durch Advisory Committees oder klar definierte Anlegerbeiräte, die – bei strikter Wahrung der gesetzlichen Grenzen – eine geordnete Einbindung der Anleger ermöglichen können. Damit zeigt sich, dass trotz der restriktiven Vorgaben des luxemburgischen Rechts ein gewisser Handlungsspielraum verbleibt, um Anlegerinteressen rechtssicher zu berücksichtigen, ohne die Grenze zur unzulässigen Geschäftsführung zu überschreiten.

KEY CONTACT

Mevlüde-Aysun TOKBAG Partner

Muriel PIQUARD Counsel

Lisa KLEMANN Counsel

Fabian FRANKUS Senior Associate

Garry REULAND Senior Associate



Created 19/02/2026 | Copyright © 2025 KLEYR GRASSO. All rights reserved.