

8. DEZEMBER 2020

Ihr Ansprechpartner:

Dr. Andreas Böhme
+49 69 257 811 025
aboehme@kslaw.com

King & Spalding

Frankfurt
TaunusTurm
Taunustor 1
60310 Frankfurt am Main
Tel: +49 69 257 811 000

Neue Fondstypen und andere gute Nachrichten – Entwurf des Fondsstandortgesetzes veröffentlicht

Sieben Jahre nach Einführung des KAGB fallen alte Zöpfe

Am 2. Dezember 2020 wurde der Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/1160 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen – kurz Fondsstandortgesetz (FoG) – veröffentlicht.

Neben der Umsetzung europäischen Richtlinienrechts wird mit dem Gesetzentwurf das Ziel verfolgt, die Attraktivität des Fondsstandorts Deutschland zu steigern. Neben neuen Regelungen zum Pre-Marketing sind dabei aus der Sicht der Immobilienfonds-Industrie vor allem die Einführung neuer zulässiger Immobilien-Fondstypen und eine Liberalisierung der Finanzierungsvorschriften besonders erwähnenswert.

NEUE ZULÄSSIGE IMMOBILIENFONDSTYPEN

Nach dem FoG sollen zukünftig Immobilien-Spezial-AIF auch als offene Investmentkommanditgesellschaften (und nicht nur wie bisher als geschlossene Investmentkommanditgesellschaften) sowie als geschlossene Sondervermögen aufgelegt werden können. Ein geschlossenes Sondervermögen gab es bisher noch gar nicht, für keine Assetklasse. Beide neuen Fondstypen sollen nur als Spezial-AIF möglich sein, also nicht als Publikumsfonds.

Diese Erweiterung des zulässigen Fondsspektrums ist sehr zu begrüßen. Bei Einführung des KAGB waren im ersten Referentenentwurf noch überhaupt keine offenen Immobilienfonds vorgesehen. Das bereits nach dem Investmentgesetz existierende Immobilien-Sondervermögen sollte mit der Begründung abgeschafft werden, dass sich eine illiquide Assetklasse wie Immobilien für einen offenen Fondstyp nicht eignen würde. Erst nach einem kollektiven Aufschrei der Fondsindustrie wurde das Sondervermögen letztlich beibehalten, allerdings in praktisch genau der Art

und Weise, wie es nach dem Investmentgesetz bestand. Zahlreiche schon damals kritisierte Unzulänglichkeiten wurden in das KAGB kopiert und die Gelegenheit einer Modernisierung des Produktes ausgelassen. Die Fondsindustrie, noch bleich vom Schock einer drohenden Abschaffung des Sondervermögens, war froh, das Schlimmste abgewendet zu haben, und nahm dies ohne größeren Widerstand hin. Die eigentlich schon 2013 vorzunehmende Reform wurde in den Folgejahren in kleinen Teilschritten vollzogen, deren vorerst letzter und wohl auch bisher wichtigster Schritt das FoG ist.

Die offene Investmentkommanditgesellschaft

Für die neue offene (Spezial-)Investmentkommanditgesellschaft gelten hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung und der aufsichtsrechtlichen Vorgaben (z.B. zulässige Vermögensgegenstände, Leverage) inhaltlich im Ergebnis praktisch die gleichen Regelungen wie für die geschlossene Spezial-Investmentkommanditgesellschaft, abgesehen natürlich von den aus der offenen bzw. geschlossenen Ausgestaltung resultierenden Unterschieden.

Welche Bedeutung sie daher im Spezial-AIF-Bereich spielen wird, bleibt abzuwarten. Der einzige relevante Unterschied zwischen den beiden Arten der Investmentkommanditgesellschaft ist letztlich die Rückgabemöglichkeit, die aber im Spezial-AIF-Bereich keine besonders große Rolle spielt. Spezial-AIF haben nur sehr wenige Anleger und die Anleger, die den Fonds verlassen wollen, setzen sich regelmäßig dahingehend mit der KVG oder den anderen Anlegern ins Benehmen. In der Regel einigt man sich dann auf eine Abwicklung im Wege eines dosierten Abverkaufs, wenn nicht ein anderer Anleger die Position des ausscheidenden Anlegers übernimmt. Ein unabgestimmtes Rückgabeverlangen wird in den meisten Fällen zu einer Aussetzung der Rücknahme nach §§ 98, 257 KAGB führen, was nicht im Interesse der Beteiligten liegt, zumal dadurch auch Kündigungsgründe (Events of Default) nach den Finanzierungsdokumenten mit Drittbanken ausgelöst werden können.

Bei der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft gibt es zwar keine gesetzliche Möglichkeit für die Anleger, eine Rückgabe der Anteile zu verlangen, die Praxis zeigt aber, dass sich eine KVG dem Wunsch ihrer (Spezial-AIF-) Anleger nach einem Abverkauf und Auflösung des Fonds regelmäßig nicht verschließt. Bei Ein-Anleger-Fonds ist es darüber hinaus auch nicht unüblich, die Möglichkeit vorzusehen, dass der Anleger eine Kündigung des Fremdverwaltungsvertrages erzwingen bzw. selbst den Komplementär der Investmentkommanditgesellschaft stellt und die Kündigung dann indirekt selbst aussprechen kann. Eine nicht kooperierende KVG kann so gegen eine kooperierende ausgetauscht werden.

Sowohl bei geschlossenen als auch bei offenen Spezial-AIF erfolgt der Ausstieg eines Anlegers in der Praxis daher fast immer auf der Grundlage gegenseitiger Absprachen und praktisch nie über ein einseitiges Rückgabeverlangen. Die offene Investmentkommanditgesellschaft ist damit eher kein „Game-Changer“.

Anders wäre die Lage allerdings im Publikumsfonds-Bereich. Dort könnte eine offene Investmentkommanditgesellschaft eine interessante Alternative darstellen, die die Vorteile eines Publikums-Sondervermögens (Rückgabemöglichkeit, Evergreen-Natur) mit den Vorteilen einer Investmentkommanditgesellschaft (flexiblere Rechtsform, einfachere Handhabbarkeit durch eigene Rechtspersönlichkeit, höhere Finanzierungsgrenzen) vereint. Die Beteiligung müsste dann wohl über einen Treuhandkommanditisten erfolgen. Der Gesetzgeber sollte diese Möglichkeit ernsthaft in Erwägung ziehen.

Das geschlossene Sondervermögen

Das geschlossene Spezial-Sondervermögen ist dagegen ein echter Paradigmenwechsel. Produktspezifische Regelungen sind dafür im FoG nicht vorgesehen. Das geschlossene Immobilien-Spezial-Sondervermögen wäre damit hinsichtlich seiner Ausgestaltung genauso flexibel wie eine geschlossene Spezial-Investmentkommanditgesellschaft, wäre aber, anders als diese, ein Investmentfonds im Sinne des § 1 Abs. 2 des Investmentsteuergesetzes. Diese

Kombination des Steuerstatus als Investmentfonds kombiniert mit großer aufsichtsrechtlicher Flexibilität kann für viele Anleger und Kapitalverwaltungsgesellschaften in der Zukunft zu einer interessanten Alternative werden. Die geschlossene Natur sollte dabei keine größere Hürde darstellen. Schon heute ist bei (an sich „offenen“) Spezial-Sondervermögen die (direkte oder indirekte) Vereinbarung zeitlicher Anlagehorizonte (entweder ausdrücklich oder unmittelbar über die Vereinbarung von Erfolgszielen / -gebühren nach Ablauf einer bestimmten Zeitdauer) nicht unüblich und die Rückgabemöglichkeit ist bei offenen Spezial-AIF, wie dargestellt, weitgehend theoretisch.

LIBERALISIERUNG DER FINANZIERUNGSVORSCHRIFTEN BEI (OFFENEN) IMMOBILIEN-SONDERVERMÖGEN

Erhöhung der Finanzierungsgrenze auf 60%

Neben der Erweiterung der zulässigen Fondstypen ist die im FoG vorgeschlagene Liberalisierung der Finanzierungsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen von großer praktischer Bedeutung.

Nach dem Gesetzesentwurf soll die Finanzierungs- und Belastungsgrenze bei offenen Spezial-Sondervermögen von 50% auf 60% erhöht werden.

Noch besser wäre sicher eine komplette Abschaffung der Finanzierungsgrenze. Wozu es einer solchen im Spezial-AIF-Bereich bedarf, ist nicht ersichtlich, zumal andere Formen von Spezial-AIF, so etwa die Spezial-Investmentkommanditgesellschaft und der allgemeine offene Spezial-AIF nach § 282 KAGB, einer solchen Beschränkung nicht unterliegen. Diese Rechtsformen wurden erst mit dem KAGB geschaffen. Das Immobilien-Spezial-Sondervermögen dagegen gab es schon im Investmentgesetz und die Finanzierungsgrenze ist ein Relikt aus der eingangs beschriebenen Entstehungsgeschichte des § 284 KAGB als (weitgehend kopierter) Nachfolgenorm des § 91 InvG. Die Vermutung liegt nahe, dass auch das Immobilien-Spezial-Sondervermögen keiner Finanzierungsgrenze unterliegen würde, wenn es mit dem KAGB neu geschaffen worden wäre oder der Gesetzgeber zu diesem Zeitpunkt auch hinsichtlich dieser Rechtsform auf einem weißen Blatt Papier begonnen hätte. Aber wie dem auch sei, die Erhöhung auf 60% ist jedenfalls sehr begrüßenswert.

Erleichterung bei Gesellschafterdarlehen

Ein weiterer wichtiger Reformvorschlag betrifft die Regelung zu den Gesellschafterdarlehen nach § 240 KAGB. Diese Vorschrift ist insgesamt verfehlt, worauf von der Praxis schon seit langer Zeit hingewiesen wird (siehe dazu § 240 KAGB und kein Ende: Die Binnenfinanzierung von Immobilienfonds in *Immobilienkapitalmarkt* 2017). Nach dem Entwurf des FoG soll die Vorschrift nun zumindest dahingehend eingeschränkt werden, dass die Finanzierungsgrenzen für Gesellschafterdarlehen nach § 240 Abs. 3 KAGB (50% auf der Ebene einer Immobilien-Gesellschaft, 25% auf Fondsebene) nicht für Darlehen gelten sollen, die an Immobilien-Gesellschaften gewährt werden, an denen die KVG für Rechnung des betreffenden Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar zu 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist und die selbst unmittelbar Grundstücke halten. Der Gesetzgeber hat nun auch erkannt, dass Gesellschafterdarlehen wirtschaftlich Eigenkapital sind und eine Beschränkung ihrer Vergabemöglichkeiten in jeder denkbaren Hinsicht nachteilig für die KVG und die Anleger ist.

Besser noch als die punktuelle Ausnahme von den Finanzierungsgrenzen wäre es freilich, wenn die Vorschrift des § 240 KAGB insgesamt bei 100%-Beteiligungen nicht zur Anwendung käme. Das wäre jedenfalls die logische Konsequenz aus der Einsicht, dass ein Gesellschafterdarlehen bei einer solchen Beteiligung praktisch wie Eigenkapital ist (hierzu die Gesetzesbegründung zum FoG: „Für die Ausstattung einer Immobilien-Gesellschaft mit Eigenkapital gibt es keine Beschränkung wie für die Vergabe von Fremdkapital durch das Sondervermögen an die Immobilien-Gesellschaft. Bei einer einhundertprozentigen Beteiligung ist jedoch die Vergabe von Fremdkapital nicht risikoreicher als die Ausstattung mit Eigenkapital, da unmittelbare Einflussnahme der KVG auf die Immobilien-Gesellschaft ohne Beteiligung Dritter möglich ist und alle Kontrollmöglichkeiten gewährleistet sind.“).

Zumindest aber muss auch die Anwendbarkeit des § 240 Abs. 1 Nr. 3 KAGB bei 100%-Beteiligungen ausgeschlossen werden. Diese Vorschrift, die eine „ausreichende“ Besicherung von Gesellschafterdarlehen fordert, bereitet ebenfalls erhebliche Schwierigkeiten in der Praxis und kann im Zuge der Modernisierung der Norm nun gewiss auch unanwendbar gestellt werden, denn eine Besicherung von wirtschaftlichem Eigenkapital macht wenig Sinn, zumal in Rechtsordnungen wie der deutschen, in denen für Gesellschafterdarlehen bestellte Sicherheiten im Insolvenzfall (und das ist der Fall, auf den es ankommt) anfechtbar sind und die somit die nach § 240 Abs. 1 Nr. 3 KAGB angestrebte (unnötige) Sicherheit auch gar nicht bieten können (§ 135 Abs. 1 Nr. 1 InsO).

Darlehensvergabe an Holding-Immobilien-Gesellschaften

Bemerkenswert an der neuen Regelung zur Darlehensvergabe an 100%-Immobilien-Gesellschaften im FoG ist auch der Zusatz, dass die Erleichterung nur für solche Immobilien-Gesellschaften gilt, „die selbst unmittelbar Grundstücke halten“. In der Gesetzesbegründung heißt es dazu parallel: „Die Erleichterung der Darlehensvergabe soll dabei nur für Immobilien-Gesellschaften gelten, die selbst unmittelbar Immobilien halten.“

Zur Frage, ob Gesellschafterdarlehen für Rechnung eines Sondervermögens auch an Immobilien-Gesellschaften vergeben werden können, die keine Immobilien halten, tobt seit langem ein Meinungsstreit. Der Gesetzeswortlaut schließt eine solche Darlehensvergabe nicht aus, jedoch hat die BaFin in einer Mitteilung an den BVI vom 4. Juni 2008 unter Verweis auf einen Halbsatz aus einer Stellungnahme des Finanzausschusses des Bundestages im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zu § 69 InvG die Meinung vertreten, eine solche Darlehensvergabe sei trotz des diesem jedenfalls nicht direkt entgegenstehenden Gesetzeswortlauts nicht möglich. Dies wurde und wird von verschiedenen Vertretern der Literatur und zahlreichen Praktikern bestritten. Dieser Meinungsstreit scheint nunmehr entschieden, denn der Zusatz „die selbst unmittelbar Grundstücke halten“ und die dies unterstützende Gesetzesbegründung wären offensichtlich unverständlich und widersinnig, wenn eine Darlehensvergabe an andere (als Immobilien haltende) Immobilien-Gesellschaften gar nicht möglich wäre. Der Gesetzgeber hält also sehr wohl eine Darlehensvergabe an nicht Immobilien haltende Immobilien-Gesellschaften für zulässig, sonst würde er die Einschränkung nicht aufnehmen. Warum allerdings die Einschränkung aufgenommen wurde, ist unklar.

Es sei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, dass es für einen Ausschluss der Vergabe von Gesellschafterdarlehen an „Holding-Immobilien-Gesellschaften“ keinen nachvollziehbaren Grund gibt und ebenso wenig für ihren Ausschluss aus der nun vorgeschlagenen Ausnahme. Die Möglichkeit eines „Durchreichens“ von Gesellschafterdarlehen durch eine mehrstöckige Struktur ist aus (Steuer-) Strukturierungsgründen häufig erforderlich und in anderen Jurisdiktionen, insbesondere Luxemburg, (wie so manches andere) nicht eingeschränkt. Gerade vor dem erklärten Ziel einer Stärkung des Fondsstandortes Deutschland ist es sehr zu begrüßen, wenn dieser Zopf gleich mit abgeschnitten wird. Dafür muss dann aber die Ausnahme auch auf sie erstreckt werden, denn die Begründung für die Ausnahme (siehe Zitat aus der Gesetzesbegründung oben: keine Beschränkung für Eigenkapital / bei 100%-Beteiligung ist Fremdkapital nicht risikoreicher als Eigenkapital / unmittelbare Einflussnahme der KVG auf die Immobilien-Gesellschaft ohne Beteiligung Dritter möglich / alle Kontrollmöglichkeiten sind gewährleistet) trifft auf eine „nur“ andere Immobilien-Gesellschaften haltende Immobilien-Gesellschaften genauso zu.

„Garantieverbot“

Ein weiterer Punkt, der durch die Liberalisierung der Gesellschafterdarlehensvergabe jedenfalls mittelbar auch wieder in den Fokus rückt, ist der Streit um das sogenannte „Garantieverbot“. Nach richtiger Auffassung ist die Abgabe von Garantien durch die KVG für Rechnung eines AIF (oder durch den AIF selbst, soweit er Rechtsperson hat) zugunsten von Tochterunternehmen nicht untersagt. Das bisherige Verbot in § 93 Abs. 4 KAGB a.F. wurde im OGAW-V-Umsetzungsgesetz 2016 für AIF aufgehoben und auf OGAW beschränkt (siehe dazu [Garantiert aufgehoben? Neues BaFin-Merkblatt befeuert die Diskussion um das „Garantieverbot“](#), King & Spalding Mandanteninformation vom 3. Juni



2020). Trotz des eindeutigen Wortlautes des Gesetzes und der Gesetzesbegründung zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz, die sich mit der Reichweite des „Garantieverbots“ auseinandersetzt und dieses bewusst auf OGAW begrenzt, hält die BaFin (in einer Email an den BVI vom 20. Februar 2018) und mit ihr ein Teil der Praxis am „Garantieverbot“ auch für AIF fest.

Die BaFin stützt ihre Meinung dabei maßgeblich auf einen Vergleich mit § 240 KAGB, weil es „sinnwidrig wäre, wenn der Gesetzgeber die Vergabe von Darlehen an enge Voraussetzungen knüpft, nicht jedoch das Eingehen von Bürgschafts- und Garantieverträgen *für andere*.“ (so die BaFin in ihrer Email an den BVI).

Entscheidend ist aber hier gerade das Merkmal der Abgabe einer Garantie „*für andere*“. „*Anderer*“ im Sinne des Garantiegeschäfts sind gerade nicht konzernangehörige Unternehmen des Garantiegebers, so die BaFin selbst in ihrem „Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Garantiegeschäfts“ vom 8. Januar 2009, zuletzt geändert am 3. April 2020. Die Abgabe einer Garantie zugunsten eines konzernangehörigen Unternehmens ist damit keine Garantie im Sinne des Garantiegeschäfts. Ein Festhalten am Garantieverbot für Garantien für Immobilien-Gesellschaften, an denen die KVG die Mehrheit der Anteile und Stimmrechte hält, steht daher schon nach aktueller Rechtslage nicht nur im Widerspruch zum klaren Wortlaut von Gesetz und entsprechender Gesetzesbegründung, sondern auch im Widerspruch zu von der BaFin selbst veröffentlichten Merkblättern.

Die ohnehin nicht haltbare Sichtweise vom Fortbestehen des Garantieverbots für AIF muss nun zusätzlich vor dem Hintergrund betrachtet werden, dass die Anwendbarkeit entscheidender Teile des § 240 KAGB (auf dem die BaFin-Ansicht maßgeblich beruht) auf 100%-Beteiligungen aufgehoben wird. Für ein über den Erlaubnisvorbehalt für das Garantiegeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 KWG hinausgehendes Verbot, welches nur für Kapitalverwaltungsgesellschaften gilt, und für niemand sonst, gab es nie ein Bedürfnis und inzwischen gibt es dafür auch keine gesetzliche Grundlage mehr. Es wäre tatsächlich sehr wünschenswert, wenn die BaFin ihre Sichtweise zum Garantieverbot bei AIF vor dem dargestellten Hintergrund korrigiert. Die Verabschiedung des FoG, dessen Ziel eine Stärkung des Fondsstandorts Deutschland ist, wäre sicher eine gute Gelegenheit dafür.

ÜBER KING & SPALDING

1885 in Atlanta gegründet, zählt King & Spalding LLP heute zu den führenden internationalen Wirtschaftskanzleien. Mit mehr als 1.200 Rechtsanwälten an 22 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien sowie im Nahen Osten hat die Sozietät Mandate in über 160 Ländern auf sechs Kontinenten betreut. Zu unseren Mandanten, die wir oft seit Jahrzehnten beraten, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (Fortune 100). Weltweit liegen die strategischen Schwerpunkte der Kanzlei in den Bereichen Financial Institutions, Global Disputes, Energy, Healthcare/Life Sciences, Intellectual Property und Government Investigations. Das deutsche Büro von King & Spalding berät mit kompromisslosem Fokus in den Bereichen Investmentfonds, Immobilienkapitalmarkt, Finanzierung, Prozessvertretung/Schiedsverfahren/Streitbeilegung sowie Life Sciences/Healthcare. Weitere Informationen finden sich auf unserer Webseite unter www.kslaw.com.

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Rechtsberatung gedacht und sollte nicht als solche herangezogen werden. Das Dokument dient ausschließlich der allgemeinen Information und dem internen Gebrauch des Empfängers. Das Dokument wurde dennoch mit größtmöglicher Sorgfalt und nach bestem Gewissen erstellt. Alle Angaben erfolgen jedoch ohne Gewähr für ihre Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit. In einigen Jurisdiktionen kann dies als "Anwaltswerbung" gesehen werden. [Datenschutzrichtlinie](#) ansehen.

ABU DHABI	CHARLOTTE	GENE	MOSKAU	RIYADH	TOKYO
ATLANTA	CHICAGO	HOUSTON	NEW YORK	SAN FRANCISCO	WASHINGTON, D.C.
AUSTIN	DUBAI	LONDON	NORD-VIRGINIA	SILICON VALLEY	
BRÜSSEL	FRANKFURT	LOS ANGELES	PARIS	SINGAPUR	