

Immobilienkapitalmarkt 2021

Neuigkeiten und Konsolidierung
in ungewöhnlichen Zeiten



Editorial

EDITORIAL

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

wir freuen uns sehr, dass Sie nach viel zu langer Durststrecke, die insbesondere etwas mit der derzeitigen „Situation“ zu tun hat, heute die Ausgabe 2021 unseres „Immobilienkapitalmarkt“ vor Augen bzw. in den Händen halten – beweist dies doch drei Dinge: Unser „Immobilienkapitalmarkt“ ist seit inzwischen vielen Jahren eine feste Größe unter den Meinungskundgaben in der Branche; wir haben wider jedes Erwarten ein weiteres Mal geschafft, ihn – neben hochinteressanter, hochsensibler und zumeist hochwertiger Mandatsarbeit, zumal unter den derzeitigen Einschränkungen – zu produzieren; und Sie haben Interesse daran, von uns zu lesen. Schattenseite des Ganzen ist freilich die recht zwingende Erkenntnis, dass offenbar schon wieder (mindestens) ein Jahr vergangen ist...

Gern möchten wir Sie nun also ein weiteres Mal teilhaben lassen an einem nicht-exemplarischen, nicht-priorisierten und nicht-akademischen Ausriss aus unserer Beratungspraxis. Bitte denken Sie aber daran, dass unsere Darstellungen weder geeignet sind noch (natürlich nicht...) die Absicht haben, solche Art von Rechtsberatung zu ersetzen, für die wir stehen – maßgeschneidert, pragmatisch, auf den Punkt.

Wir wünschen Ihnen wie stets eine kurzweilige und hilfreiche Lektüre und hoffen auf spannenden Austausch mit Ihnen.

– Ihr King & Spalding-Team

Inhaltsverzeichnis



- 1 **Innovative Konzepte in Zeiten nachlassender Märkte *oder***
Wer hat den Unit Deal erfunden?
Mario Leißner



- 5 **Das geschlossene Immobilien-Spezial-Sondervermögen**
Eierlegende Wollmilchsau oder regulatorischer Ladenhüter?
Eine erste Betrachtung
Dr. Andreas Böhme



- 11 **Infrastrukturinvestments durch Fonds**
Neue Anlagemöglichkeiten durch das Fondsstandortgesetz
Florian Geuder

- 19 **Referenzzinssätze im Wandel**
Das Ende von LIBOR?
Dr. Sebastian Kaufmann

- 27 **Risikodiversifikation**
Gesetzliches Fundament der kollektiven Vermögensanlage?
Alexandra Weis



- 35 **Leverage von Investitionen eines Spezial-Investmentfonds im Spannungsverhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Steuerrecht**
Gesetzlich angelegter Spagat oder nicht gewünschte „Rosinenpickerei“?
Dr. Axel Schilder

41	Entwicklungen im Gewerberaummietrecht Praxisrelevante Rechtsprechung und Vertragsgestaltung Henning Aufderhaar, LL.M.	79
47	Sustainable Finance durch nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen Mehr als nur TagESGgeschäft Cüneyt Andac, LL.M. oec.	80
53	Kreditrisiko nach CRR und COVID-19 Sonderregeln für allgemeine Zahlungsmoratorien Dr. Achim Döser, LL.M.	
59	Distressed Debt Die dritte (oder vierte) Corona-Welle? Michael zu Löwenstein	
61	Limitation Language aus Bankensicht Upstream- und Sidestream-Sicherheiten in Unterdeckung und Insolvenz Dr. Sten Hornuff	
67	Krypto-Token als Investitionsobjekt Blockchain-Technologie in der Investmentbranche – Hype oder Zukunft? Henning Aufderhaar, LL.M., Florian Geuder	
75	The Rise of Coworking in France Braked But Not Stopped By the COVID-19 Crisis Emergence of coworking in the French real estate market Guillaume Aubatier, Dorian Scemama	

Autoren

Immobilienkapitalmarktpraxis

IMPRESSUM

Herausgeber

King & Spalding LLP
Mario Leißner
TaunusTurm, Taunustor 1
60310 Frankfurt am Main

Haftungsausschluss

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts dieser Publikation übernimmt King & Spalding jedoch keine Gewähr.

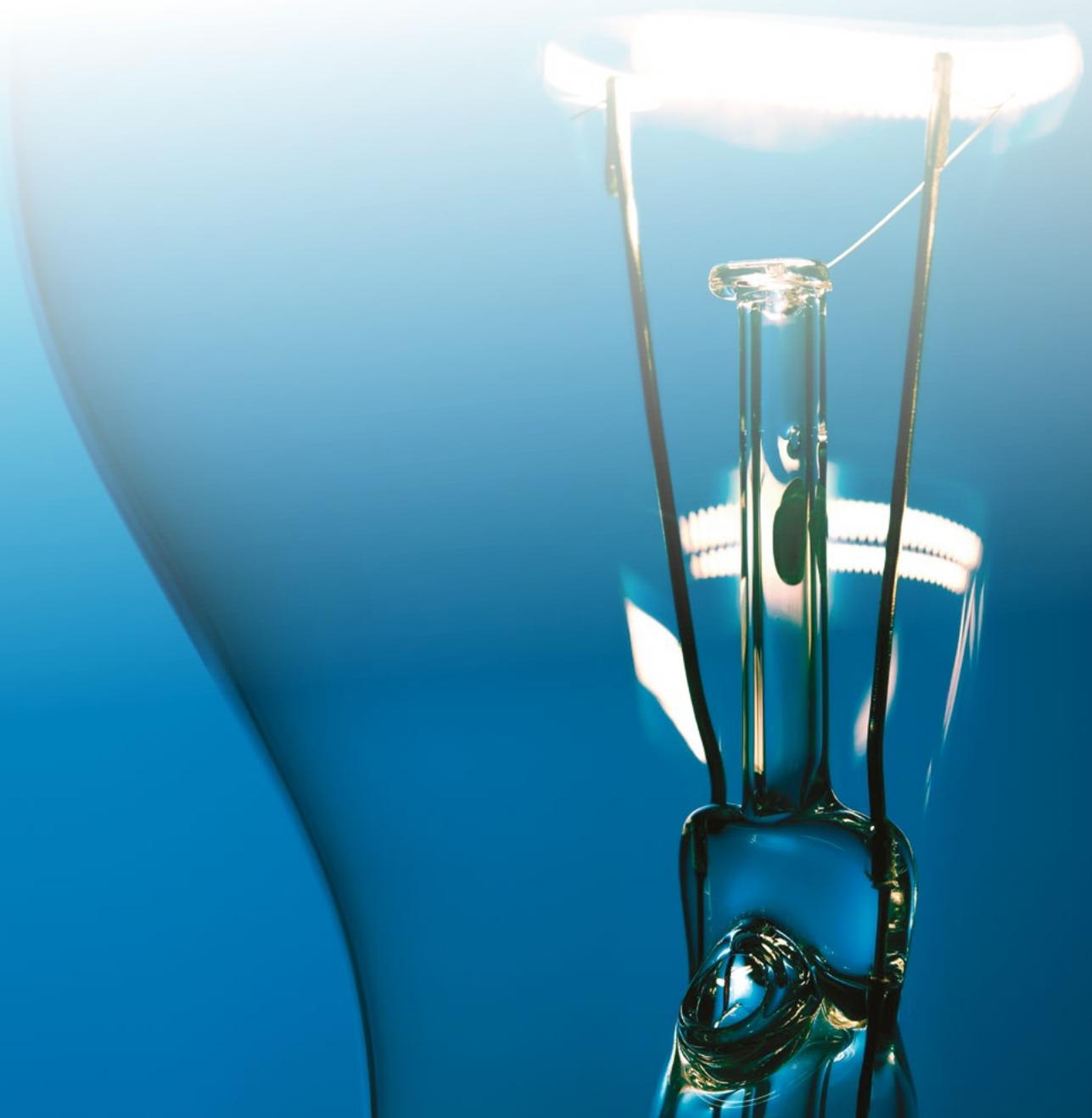
„King & Spalding“ bezeichnet die King & Spalding LLP, eine Partnerschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht des Staates Georgia, USA, und/oder deren verbundene Einheiten mit beschränkter Haftung in den USA, in England und Singapur.

In some jurisdictions, this may be considered
“Attorney Advertising.”

© King & Spalding LLP
www.kslaw.com

Innovative Konzepte in Zeiten nachlassender Märkte *oder*

Wer hat den Unit Deal erfunden?



„Jede Innovation braucht den richtigen Zeitpunkt für ihren völligen Durchbruch.“

Es war zu Beginn der 2000er Jahre: Der Immobilienmarkt war gesund und die deutschen institutionellen Investoren fühlten sich pudelwohl in „ihrem“ Vehikel – dem Immobilien-Spezialfonds, der ausschließlich als Sondervermögen erhältlich war und trotz seiner geringen Flexibilität mental kaum Wünsche offen ließ. Der führende Anbieter von Immobilien-Spezialfonds hatte einen Marktanteil von über 50 %, während die anderen Fondssponsoren im unteren einstelligen Prozentbereich arbeiteten. Zu jener Zeit also, als alles in Ordnung war und auch das Thema Grunderwerbsteuer nicht automatisch zu Schnappatmung führte, wurde beim Marktführer eine völlig neue Transaktionsstruktur erdacht. Sie sollte die Anlegerzufriedenheit gewährleisten und diese nebenbei in Einklang mit der Zufriedenheit der Kapitalverwaltungsgesellschaft bringen: Anstatt Immobilien im Wege des Asset Deals zu veräußern, wurden Anteile eines desinvestitionswilligen Anlegers am Fonds auf einen Neuanleger übertragen. Die Idee war ebenso neu wie scheinbar simpel; allein ihre Umsetzung erwies sich als komplex, gelang aber erfolgreich. Doch: Jede Innovation braucht den richtigen Zeitpunkt für ihren völligen Durchbruch, und so wurde diese Struktur über viele Jahre zwar dutzende Male verwendet, allerdings nur im „Insiderkreis“ und in diversen kleineren Konstellationen: nur ein Anleger übertrug seine Fondsanteile an einen Neuanleger; es wurden nicht alle Anteile übertragen; es ging wirtschaftlich nur um wenige Assets usw. Wenngleich das Konzept insofern naturgemäß unter den Radarschirmen des Marktes flog, wurde es doch immer besser, getesteteter, praxisbewährter.

Knapp 20 Jahre später hat der Markt eine substantielle Krise und, dieser folgend, bemerkenswert viele Jahre strahlender Freude hinter sich. Er ist, wenn man einmal die Begleiterscheinungen der anhaltenden Pandemie ausblendet, gleichsam so gesund, dass er vor Kraft kaum

noch gehen kann. Daneben hat sich der aufsichtsrechtliche Rahmen hin zu einer Verschärfung der Regulierung der Anbieter bei erheblicher Flexibilisierung der Produkte, von denen zudem nun mehr (und unter diesen hervorragende) angeboten werden können, geändert. Schließlich hat die Besteuerung der Immobilientransaktionen ein bedrohliches Niveau erreicht; weitere Qualen sind angekündigt. Vor diesem Hintergrund verwundert nicht, dass der Wettbewerb unter Investoren und Initiatoren nicht auf die Jagd nach den – praktisch kaum noch vorhandenen – Assets beschränkt ist, sondern sich auch auf Themen erstreckt, deren Bearbeitung einerseits Aktivitäten auf einem überpreisten und teilweise bereits erstarrten Markt überhaupt erst möglich macht und andererseits „durch die Hintertür“ die Rendite einzelner Investments respektive des Fonds substantiell zu verbessern vermag.

Die Rede ist hierbei zunächst von den Fondsstrukturen. Diese sind entweder altbacken und langweilig bzw. die Blaupause vermeintlich universell tauglicher Muster. Sie produzieren dann – bei unterstellt gleichwertigen Assets quer über alle Anbieter und Fonds – nicht überraschend eine technische Performance auf dem Niveau des Mainstreams. Alternativ erkennen die Fondsstrukturen hingegen die Zeichen der Zeit, schöpfen den durch das Recht bei – auf tiefer Erfahrung beruhender – vernünftiger und vertretbarer Auslegung gesetzten Rahmen aus und schaffen die Synthese zwischen dem Schutz der Anleger und der Wahrung der legitimen Interessen der Kapitalverwaltungsgesellschaft und des Asset Managers. In diesem Fall sind sie geeignet, die Performance auf Fondsebene über den Markt zu heben und die Beteiligten, namentlich den Anbieter und den Anleger, auf geradezu idealtypische Weise vertraglich so miteinander zu verflechten, dass ihren Interessen maßgeschneidert Rechnung getragen wird und gleichzeitig die für einen oder beide Partner in Standardlösungen wohnenden Risiken eliminiert werden.

Das zweite solcher Themen ist die Schaffung und richtige Umsetzung von Transaktionsstrukturen, die sich vom Markt abheben, tunlichst mehr als nur einen der Kontrahenten zu Gewinnern machen und auf diese Weise oder *en passant* „Geld wert“ sind. Und hier schließt sich der Kreis:

„Die inzwischen in aller Munde befindliche Bezeichnung „Unit Deal“ stammt aus keinem Lehrbuch.“

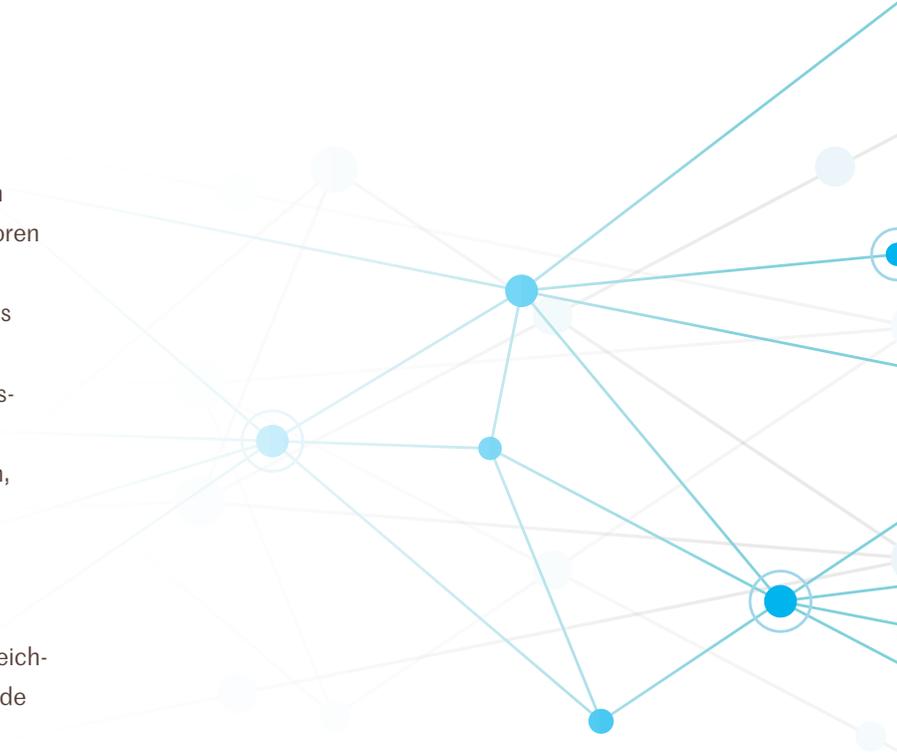
Gleichsam *das* Beispiel für eine solche Transaktionsstruktur ist der Unit Deal, dessen „richtiger“ Zeitpunkt schließlich vor zwei Jahren gekommen war. Zu jener Zeit wurde das Konzept, freilich wiederum durch die vormaligen Erfinder, erstmals für eine marktrelevante Großtransaktion mit komplexer interner Struktur, dutzenden von Assets und dutzenden von Beteiligten aufgesetzt – und, was mindestens ebenso ambitioniert war, erfolgreich exekutiert. Im Ergebnis kam es zu einem wahrhaften Win-Win-Win-Win: Die veräußernden Investoren konnten einen attraktiveren Kaufpreis realisieren; die erwerbenden Investoren mussten gleichwohl weniger als gewöhnlich zahlen; die Kapitalverwaltungsgesellschaft behielt ihr Mandat; der Asset Manager kann seine herausragend erfolgreiche Tätigkeit für den Fonds fortsetzen. Mit Blick auf den Zustand des Marktes erscheint fraglich, wie erfolgreich letztlich die – parallel durchgeführte – traditionelle Transaktion gewesen wäre, hätte nicht der Unit Deal realisiert werden können.

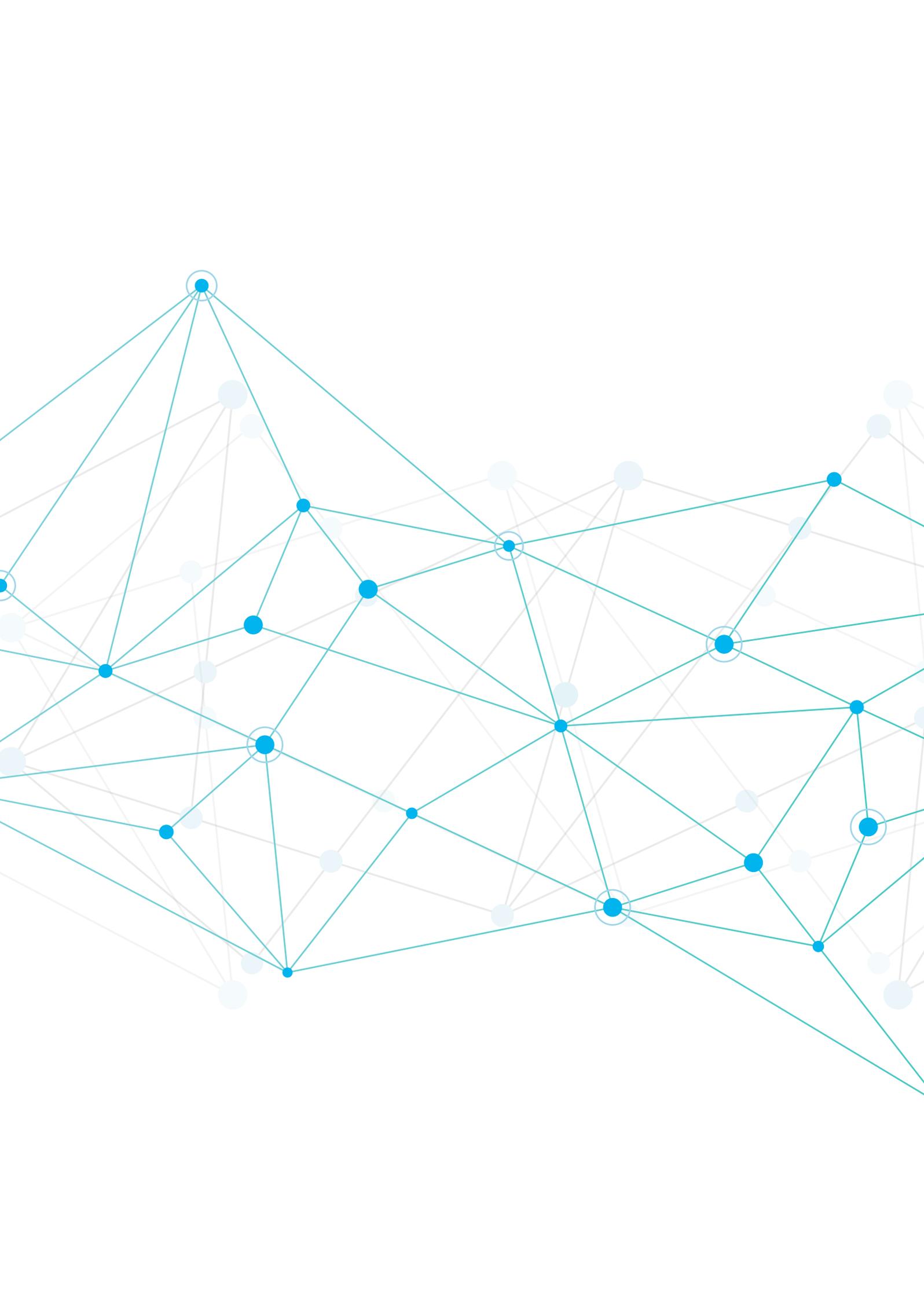
Übrigens: Die inzwischen in aller Munde befindliche Bezeichnung „Unit Deal“ stammt aus keinem Lehrbuch. Sie wurde vielmehr in einem Telefonat, welches zu Beginn der Transaktion zwischen der Mandantin und ihren Anwälten geführt wurde, geboren – in präziser Abgrenzung vom Share Deal. Dass der Markt diesen Begriff – wenngleich oft unscharf – inzwischen verwendet, scheint die Kraft innovativer Konzepte zu bestätigen.



Mario Leißner

Frankfurt am Main
mleissner@kslaw.com







Das geschlossene Immobilien-Spezial-Sondervermögen

Eierlegende Wollmilchsau oder regulatorischer Ladenhüter?
Eine erste Betrachtung

Durch das Fondstandortgesetz (FoStoG) sollen unter anderem auch neue Rechtsformen für Immobilienfonds in Deutschland eingeführt werden. Neben der offenen Spezial-Investmentkommanditgesellschaft (InvKG), die nunmehr auch für Immobilienfonds zulässig sein wird, ist dabei vor allem das neu geschaffene geschlossene Spezial-Sondervermögen hervorzuheben.

Ein geschlossenes Sondervermögen gab es bisher in Deutschland noch gar nicht, für keine Assetklasse. Es soll zulässig werden durch einen neuen Satz 2 in § 139 KAGB („Geschlossene inländische Spezial-AIF dürfen auch als Sondervermögen aufgelegt werden;...“). Weitere produkt-spezifische neue Regelungen sind nicht vorgesehen. Der Gesetzgeber arbeitet ausschließlich mit Verweisen auf die bestehenden allgemeinen Regelungen für offene Sondervermögen (§§ 92 bis 97, 99 bis 107 und 144 Satz 4, 5 Nr. 1 b) und 2 b); wobei letzterer Verweis noch einmal zu überprüfen ist, auf §§ 99 und 100 KAGB wird doppelt verwiesen).

„Ein geschlossenes Sondervermögen gab es bisher in Deutschland noch gar nicht, für keine Assetklasse.“

Im Übrigen gelten daneben die allgemeinen Regelungen für Spezial-AIF und geschlossene Spezial-AIF (§§ 273 ff. 285 f. KAGB). Es gelten aber nicht die sonst für Immobilien-Sondervermögen anwendbaren Regelungen der §§ 230 ff. KAGB (die allerdings auch für offene Immobilien-Spezial-Sondervermögen weitgehend abdingbar sind).

AUFLAGE

Die Auflage erfolgt im Wesentlichen wie die Auflage eines offenen Immobilien-Sondervermögens, also durch schriftlichen Abschluss des Fondsvertragswerkes (mittels Unterzeichnung des Zeichnungsvertrages durch (mindestens) einen ersten Anleger, ggf. Abschluss der Anlegervereinbarung). Das ist ein Vorteil gegenüber der InvKG: es muss keine Gesellschaft gegründet und in das Handelsregister eingetragen werden. Das Sondervermögen ist damit schnell

handlungsfähig. Die Anteile an einem Sondervermögen sind (anders als InvKG-Anteile) depotfähig und können einfacher übertragen werden, während die Übertragung von Kommanditanteilen an einer InvKG im Handelsregister nachvollzogen (und aus Haftungsgründen aufschiebend bedingt auf die Eintragung im Handelsregister ausgestaltet) werden muss.

Das geschlossene Sondervermögen kann auch als Miteigentumsfonds aufgelegt werden. Eine Abbedingung des § 245 KAGB ist dabei nicht notwendig, weil die Vorschrift für das geschlossene Sondervermögen nicht gilt.

Das Vertragswerk des geschlossenen Sondervermögens wird inhaltlich eine Mischung aus den bisherigen Vertragswerken für offene Spezial-Immobilien-Sondervermögen und die geschlossene Spezial-InvKG darstellen. Weitreichende Abbedingungen, vor allem im Bereich der §§ 232 bis 239 KAGB, wie bei offenen Spezial-Sondervermögen die Regel, erübrigen sich, weil die entsprechenden Vorschriften von vornherein nicht anwendbar sind.

ZULÄSSIGE VERMÖGENSGEGENSTÄNDE

Es gilt im Grundsatz § 285 KAGB, wonach das geschlossene Sondervermögen in jegliche Vermögensgegenstände investieren darf, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Damit sind auch bisher für (offene) Immobilien-Sondervermögen „problematische“ Immobilieninvestitionen wie z.B. Miteigentum an Immobilien oder treuhänderische Haltestrukturen, bei denen das Eigentum an der Immobilie außerhalb des Fonds gehalten wird (Jersey Trusts, australische MITs u.ä.) möglich. Soweit das Sondervermögen jedoch für Anleger offenstehen soll, die der Anlageverordnung (AnIV) unterliegen oder diese weiter anwenden, und soll es insofern für die Immobilienquote des § 3 Abs. 5 AnIV qualifizieren, wird auch für das geschlossene Sondervermögen weiterhin der Anlagekatalog des § 231 Abs. 1 KAGB beachtet werden müssen. Gleiches gilt für die weiteren Beschränkungen aus der Anlageverordnung bzw. dem Rundschreiben 11/2017 (VA) (Kapitalanlagerundschreiben) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hinsichtlich von Derivativen (nur zu Absicherungszwecken zulässig) und Liquiditätsanlagen (müssen „annähernd“ den Anforderungen des § 253 Abs. 1 Satz 1 KAGB entsprechen).

FINANZIERUNGS- UND BELASTUNGSGRENZE

Eine gesetzliche Finanzierungs- und Belastungsgrenze besteht für das geschlossene Sondervermögen (wie auch für die geschlossene Spezial-InvKG) nicht. Allerdings sind auch hier in Abhängigkeit von der Anlegerstruktur ggf. die Vorgaben des Kapitalanlagerundschriftens zu beachten. Die Kreditaufnahme darf danach – bezogen auf den Verkehrswert des Immobilienbestandes des geschlossenen Sondervermögens – 60 % nicht überschreiten. Die kurzfristige Kreditaufnahme ist auf bis zu 30 % des Wertes des geschlossenen Sondervermögens zu beschränken.

Für Anleger, die der Anlageverordnung nicht unterliegen, kann bei einem geschlossenen Sondervermögen aber eine höhere Finanzierungsquote vereinbart werden, als bei einem offenen Sondervermögen (neue Finanzierungsgrenze nach FoStoG soll dort bei 60 % liegen). Selbst wenn eine höhere Finanzierungsgrenze an sich nicht gewünscht ist, gibt das Fehlen einer gesetzlichen Grenze mehr Flexibilität beim Umgang mit sogenannten passiven Grenzverletzungen (insbesondere bei Abwertungen des Immobilienvermögens).

IMMOBILIEN-GESELLSCHAFTEN UND GESELLSCHAFTERDARLEHEN

Für Rechnung des geschlossenen Immobilien-Sondervermögens können ohne Beschränkung Immobilien-Gesellschaften (auch mehrstöckig) gehalten werden. Die Beschränkungen der §§ 234, 235 KAGB gelten nicht, allerdings müssen die Regelungen des § 235 Abs. 1 KAGB beachtet werden, soweit das Sondervermögen für die Immobilienquote der Anlageverordnung qualifizieren soll, was jedoch in der Praxis üblicherweise keine Probleme bereitet.

Der häufig kritisierte § 240 KAGB gilt für das geschlossene Sondervermögen nicht. Allerdings sind bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften des Sondervermögens die Regelungen des § 285 KAGB anwendbar. Danach dürfen (u.a.) an Immobilien-Gesellschaften, an denen die KVG (direkt oder indirekt) eine Mehrheitsbeteiligung hält, Gesellschafterdarlehen in Höhe von bis zu 50 % des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF für diese Darlehen verwendet werden, berechnet

auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragener Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen.

Soweit für den geschlossenen Spezial-AIF Kredite nur bis zur Höhe von 30 % des aggregierten eingebrachten Kapitals (erneut abzüglich Gebühren, Kosten und Aufwendungen) aufgenommen werden, können auch bis zu 100 % des Eigenkapital als Gesellschafterdarlehen weitergereicht werden. Nach richtiger Auffassung werden dabei nur Kredite auf der Ebene des AIF selbst betrachtet, und solche auf der Ebene der Immobilien-Gesellschaften nicht angerechnet. Dies folgt zum einen aus dem Fehlen einer entsprechenden Anrechnungsnorm (anders als in §§ 254 Abs. 2, 263 Abs. 1 Satz 2 KAGB) und zum anderen aus der Gesetzesbegründung zu dieser Vorschrift, nach der durch die Beschränkung auf 30 % exzessives Kreditwachstum verhindert werden soll.

Nach der Vorstellung des Gesetzgebers gilt es wohl zu verhindern, dass ein AIF Kredite aufnimmt und diese sodann wieder als Kredit weitergibt, also zu einer Art „Kredit-durchlauferhitzer“ wird. Abgesehen davon, dass diese Gefahr ohnehin nicht besteht (es geht in § 285 Abs. 2 KAGB um Darlehen an Beteiligungsunternehmen des AIF, und nicht Dritte!) kommt eine Anrechnung der Darlehen auf der Ebene der Immobilien-Gesellschaften auf jeden Fall nicht in Betracht, jedenfalls dann nicht, wenn diese die entsprechenden Mittel zum Erwerb einer Immobilie einsetzen, was praktisch immer der Fall sein wird. Die vom Gesetzgeber gesehene Gefahr besteht in jedem Fall offensichtlich nicht, wenn die Immobilien-Gesellschaften die Darlehensmittel zum Erwerb von Anlagegegenständen verwenden (und nicht wie vom Gesetzgeber befürchtet als Kredit weiterreichen). Eine Anrechnung ist daher nach dem Wortlaut des Gesetzes nicht vorgeschrieben und eine erweiternde Auslegung nach Sinn und Zweck der Vorschrift auch nicht angezeigt.

Nach dem FoStoG sollen nun allerdings die Finanzierungs-grenzen des § 240 Abs. 2 KAGB für Gesellschafterdarlehen an zu 100 % für Rechnung des Fonds gehaltene Immobilien-Gesellschaften aufgehoben werden. Diese Erleichterung ist sehr zu begrüßen. Eine entsprechende Ausnahme sollte unbedingt auch in § 285 Abs. 3 KAGB aufgenommen werden

und auch (per Verweis) in § 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB. Die Erleichterung erfolgt (auch) für offene Immobilien-Publikums-Sondervermögen und es ist nicht ersichtlich, warum das selbe nicht auch parallel für geschlossene Immobilien-Publikumsfonds und erst recht für geschlossene Spezial-AIF gelten sollte. Das gilt unabhängig von der nun anstehenden Einführung des geschlossenen Sondervermögens, wird aber durch diese besonders augenfällig.

SOGENANNTES „GARANTIEVERBOT“

Entgegen dem seit dem OGAW-V-Umsetzungsgesetz 2016 geänderten Wortlaut des Gesetzes (§ 93 Abs. 4 KAGB a.F.) hält die BaFin (in einer Email an den BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) vom 20. Februar 2018, gestützt auf einen Vergleich mit § 240 KAGB) am sogenannten „Garantieverbot“ auch für AIF fest. Man sollte meinen, dass diese Sichtweise durch die nun im Zuge des FoStoG anstehende Änderung des § 240 KAGB zumindest hinsichtlich von Garantien für zu 100 % im Fonds gehaltene Immobilien-Gesellschaften korrigiert werden wird. Jedenfalls aber für das geschlossene Sondervermögen kann diese Diskussion keine Relevanz haben, denn der § 240 KAGB gilt nicht für diesen Fondstyp. Die Abgabe von Garantien und Bürgschaften durch die KVG zur Besicherung von Verbindlichkeiten ihrer Beteiligungsgesellschaften ist daher im Rahmen der Vorgaben des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 KWG und des BaFin-Merkblattes „Hinweise zum Tatbestand des Garantiegeschäfts“ vom 8. Januar 2009, zuletzt geändert am 3. April 2020, zulässig.

INVESTMENTSTEUERLICHE BEHANDLUNG

Leider wurden im Regierungsentwurf des FoStoG im Hinblick auf das geschlossene Sondervermögen keine Änderungen am Investmentsteuergesetz (InvStG) vorgeschlagen. Das geschlossene Sondervermögen qualifiziert daher (da es ein Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 KAGB ist) nach dem Stand des Regierungsentwurfes zwar als ein Investmentfonds i.S.d. § 1 Abs. 2 InvStG, kann aber nicht transparent als ein sogenannter Kapitel 3-Fonds ausgestaltet werden. Dies liegt unter anderem an dem Erfordernis nach § 26 Nr. 2 InvStG, nach dem die Anleger des betreffenden Investmentvermögens mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rück-

gabe oder Kündigung ihrer Anteile, Aktien oder Beteiligung haben müssen; ein Erfordernis, das ein geschlossenes Sondervermögen offenkundig nicht erfüllen kann.

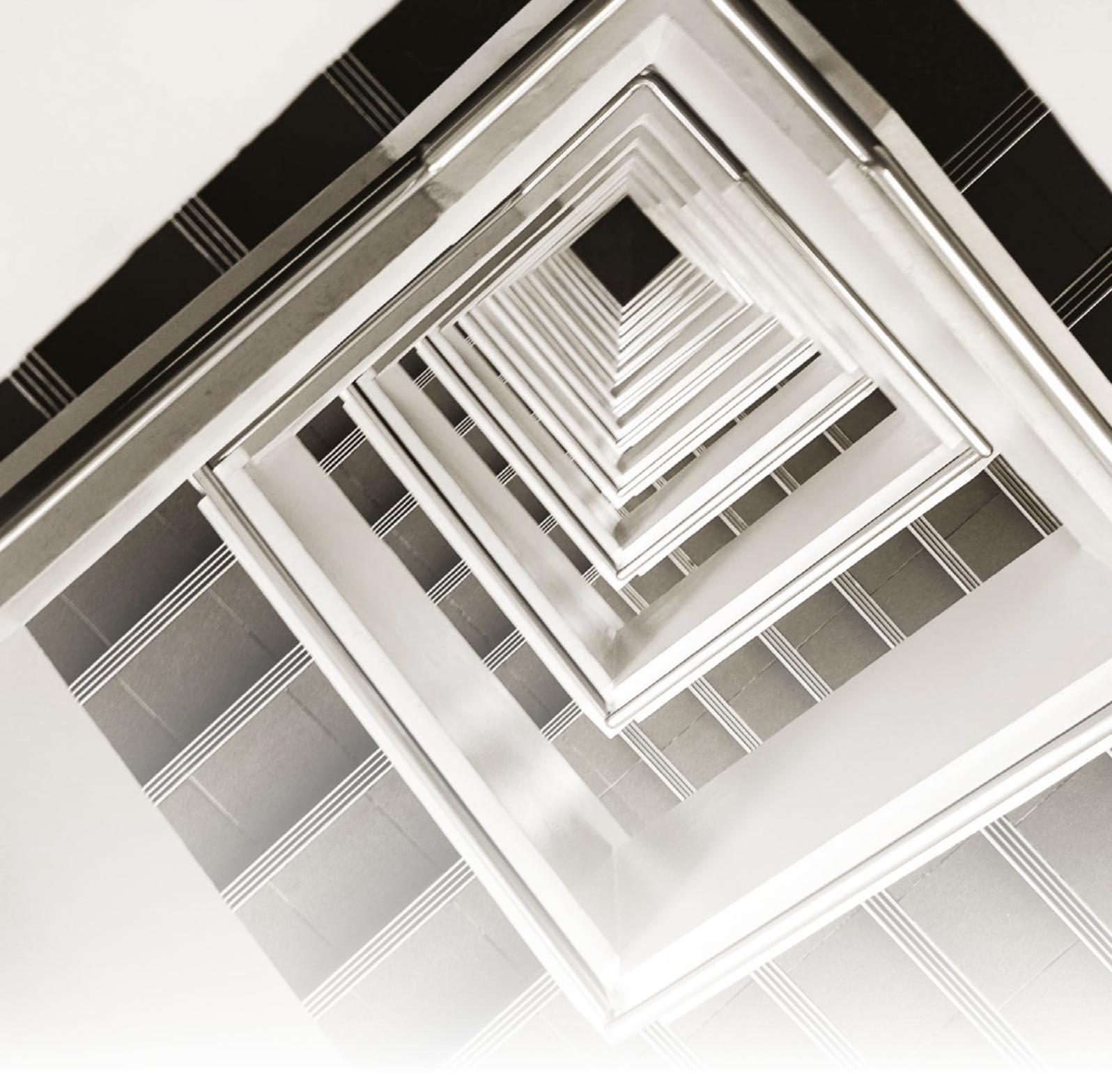
„Leider wurden im Regierungsentwurf des FoStoG im Hinblick auf das geschlossene Sondervermögen keine Änderungen am Investmentsteuergesetz (InvStG) vorgeschlagen.“

Allerdings handelt es sich dabei womöglich um ein Versehen. Der ebenfalls unveränderte § 27 Nr. 1 InvStG verweist für die möglichen Rechtsformen für einen inländischen Spezial-Investmentfonds weiter auf § 1 Abs. 10 KAGB, der aber durch das FoStoG geändert wird und nunmehr auch geschlossene Sondervermögen einschließt. Nach § 27 InvStG wäre damit ein geschlossenes Sondervermögen als Spezial-Investmentfonds zulässig, nach § 26 InvStG aber nicht. Es bleibt daher zu hoffen, dass dieser Widerspruch im weiteren Gesetzgebungsverfahren dahingehend aufgelöst wird, dass auch das geschlossene Sondervermögen investmentsteuerlich transparent ausgestaltet werden kann.

AKZEPTANZ DER GESCHLOSSENEN RECHTSFORM

Eine große Bedeutung für den Erfolg oder Misserfolg der neuen Rechtsform wird gewiss der Akzeptanz ihrer geschlossenen Natur bei den maßgeblichen institutionellen (deutschen) Anlegern zukommen. Das (offene) Sondervermögen ist auch sieben Jahre nach Einführung der (geschlossenen) Investmentkommanditgesellschaft die bei weitem dominierende Rechtsform für Anleger im Immobilien-Spezial-AIF-Bereich.

Nach der zuletzt vom BVI veröffentlichten Investmentstatistik per 31. Dezember 2020 betrug das Netto-Vermögen der offenen Immobilienspezialfonds ca. 115,8 Mrd. Euro und das der geschlossenen Immobilienspezialfonds ca. 8,2 Mrd. Euro. Eine größere Verschiebung in Richtung geschlossene Vehikel findet dabei offenbar nicht statt, da auch der



Mittelneuzufluss in 2020 mit 9,1 Mrd. Euro zu den offenen Spezialfonds erheblich größer war als zu den geschlossenen Spezialfonds (1,4 Mrd. Euro), wobei allerdings der Unterschied bei den Neumitteln weniger deutlich ist als beim Bestand.

Jedenfalls lässt sich aus der Investmentstatistik eine deutliche Präferenz der institutionellen Anleger für das offene

Sondervermögen ablesen. Über die Gründe kann man trefflich spekulieren. Die unterschiedliche steuerliche Behandlung der InvKG, insbesondere im Hinblick auf die Gewerbesteuer (unterschiedliche Haltefristen für die Annahme einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung), ist für die InvKG gewiss nicht hilfreich. Aus praktischer Erfahrung ist bekannt, dass mancher Fonds, der zunächst als InvKG geplant war,

nach näherer steuerlicher Analyse letztlich doch als Sondervermögen aufgelegt wurde.

Daneben wird aber sicher die offene Natur des Sondervermögens eine nicht unerhebliche Rolle spielen. Viele Anleger bevorzugen einen offenen Fonds, weil dieser ihnen hinsichtlich der Fortführung ihres Investments vermeintlich eine größere Flexibilität einräumt.

Das ist zunächst auch formal nicht falsch, denn ein geschlossener Fonds muss eine feste Laufzeit haben, während welcher eine Rückgabe der Anteile oder eine sonstige Kündigung nicht möglich ist. Bei einem offenen Fonds dagegen kann der Anleger die Anteile in regelmäßigen Zeitabständen zurückgeben, wegen der Regelungen des Kapitalanlagegrundschreibens mindestens einmal jährlich; in der Praxis sind mindestens monatliche Rückgaben mit mehr oder minder langen Rückgabefristen üblich.

Anleger sollten dabei jedoch beachten, dass die Rückgabemöglichkeit bei einem Spezial-AIF in der Regel eher theoretisch ist. Ein nicht mit der KVG und ggf. den anderen Anlegern abgestimmtes Rückgabeverlangen wird in den meisten Fällen zu einer Aussetzung der Rücknahme nach §§ 98, 257 KAGB führen, was nicht im Interesse der Anleger liegt. Ein Spezial-AIF wird praktisch nie über die Liquidität verfügen, um einen oder gar mehrere Anleger sofort auszuzahlen. Die KVG wird in einer solchen Situation im Zweifel genötigt sein, unter Druck und daher ggf. mit Preisabschlägen Vermögenswerte abzuverkaufen. Der dem Rücknahmepreis zugrundeliegende Verkehrswert der Immobilien wird außerdem gerade in steigenden Märkten wie zuletzt nicht einmal annähernd ihren wahren Wert reflektieren; der Anleger verliert durch eine Rückgabe damit Geld im Vergleich zu einer abgestimmten Liquidation. Auch können durch unabgestimmte Rückgabeverlangen und eine damit verbundene Aussetzung der Rücknahme Kündigungsgründe (Events of Default) nach den Finanzierungsdokumenten mit Drittbanken ausgelöst werden, die den Fonds rechtlich und wirtschaftlich zusätzlich unter Druck setzen können.

Aus all diesen (und anderen) Gründen sind unabgestimmte Rückgabeverlangen bei Spezial-Sondervermögen aus der

Praxis kaum bekannt. In der Regel einigen sich die Beteiligten auf eine Abwicklung im Wege eines dosierten Abverkaufs, wenn nicht ein anderer Anleger die Position des ausscheidenden Anlegers übernimmt.

Bei einem geschlossenen Fonds 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 Liquidation des Fonds regelmäßig nicht verschließt.

Im Ergebnis läuft ein Ausscheiden aus bzw. eine Abwicklung von offenen und von geschlossenen Spezial-AIF, trotz der völlig unterschiedlichen auf sie jeweils anwendbaren gesetzlichen Vorschriften in der Regel faktisch sehr ähnlich ab – nämlich im gegenseitigen Einvernehmen zwischen KVG und Anlegern.

Geschlossene und offene Spezial-AIF sind daher faktisch ähnlich offen oder geschlossen. Die formal geschlossene Natur des geschlossenen Sondervermögens sollte Anleger daher nicht von einer Annahme dieser Rechtsform abschrecken.

FAZIT

Das geschlossene Sondervermögen vereint zahlreiche Vorteile der Investmentkommanditgesellschaft und des Sondervermögens. Wenn im weiteren Gesetzgebungsverfahren eine (investment-)steuerliche Gleichstellung mit dem offenen Sondervermögen erfolgt und auch die im Bereich des § 240 KAGB vorgesehene Erleichterung bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen an zu 100 % gehaltene Immobilien-Gesellschaften im § 285 Abs. 3 KAGB nachgezogen wird, könnte sich das geschlossene Sondervermögen zu einer sehr erfolgreichen Rechtsform für Immobilienfonds in Deutschland entwickeln.



Dr. Andreas Böhme

Frankfurt am Main
aboehme@kslaw.com

Infrastrukturinvestments durch Fonds

—
Neue Anlagemöglichkeiten durch das Fondsstandortgesetz



BEDARF AN INVESTITIONEN IN DIE INFRASTRUKTUR

Verschiedene Studien belegen, dass bereits seit Jahren in Deutschland zu wenig in den Bereich Infrastruktur investiert wird. Dieses Problem wird sich in der Zukunft noch eher verschärfen als vermindern. Zum einen wird der Bedarf an Investitionen in diesem Bereich vor dem Hintergrund von Klimawandel, Energiewende und zunehmender Digitalisierung und dem damit einhergehenden Bedarf nach Infrastrukturen beispielsweise im Bereich der Übertragung und Speicherung von Energie oder der digitalen Infrastruktur weiter zunehmen. Gleichzeitig ist allerdings zu erwarten, dass sich der Staat als klassischer Infrastrukturinvestor in den nächsten Jahren vor dem Hintergrund der krisenbedingt rapide angestiegenen Staatsverschuldung eher zurückhaltend verhalten wird. Es besteht somit volkswirtschaftlich ein erhöhter Bedarf nach Infrastrukturinvestitionen seitens Privater. Für diese wiederum eröffnen sich hier, gerade vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes dringend benötigte, Anlagemöglichkeiten. Da es sich bei Infrastrukturinvestitionen regelmäßig um finanziell sehr großvolumige Projekte handelt, bietet sich hier eine gemeinsame Anlage durch eine Mehrzahl von Anlegern, gebündelt über einen Fonds, besonders an.

INFRASTRUKTURFONDS UNTER DEM GELTENDEN RECHT

Bisher besteht nach deutschem Recht noch kein Typ eines Fonds, der direkt auf Infrastrukturinvestments zugeschnitten ist. Dennoch sieht das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) bereits heute ÖPP-Projektgesellschaften als mögliches Anlageobjekt verschiedener Fonds vor. Wie bereits der Name nahelegt, sind diese Gesellschaften auf Infrastrukturinvestments, die im Rahmen von Projekten der Öffentlich Privaten Partnerschaften erfolgen, begrenzt und umfassen daher nur eine kleine Facette des Bereichs der Infrastrukturinvestments durch Private.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass im geltenden Recht über diese ÖPP-Projekte hinaus keine Infrastrukturinvestitionen durch Fonds möglich gewesen wären. Bezogen auf die Spezial-Sondervermögen wären so beispielsweise bereits nach geltendem Recht bei einem allgemeinen Spezial-Son-

„Da es sich bei Infrastrukturinvestitionen regelmäßig um finanziell sehr großvolumige Projekte handelt, bietet sich hier eine gemeinsame Anlage durch eine Mehrzahl von Anlegern, gebündelt über einen Fonds, besonders an.“

dervermögen nach § 282 KAGB Investitionen in Infrastrukturprojekte in weitreichendem Umfang möglich, da hier keine Bindung an einen Anlagekatalog besteht. Erkauft wäre dort die hohe Flexibilität bei der Auswahl der Anlagegegenstände allerdings mit einer ungünstigen Einordnung unter die Mischungsquote für alternative Anlagen nach § 3 Abs. 2 Nr. 2 Anlageverordnung (AnlV). Umgekehrt gestaltet sich die Lage bei einem Infrastrukturinvestment durch ein Spezial-Sondervermögen mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB. Eine solche Gestaltung wäre zwar unter Gesichtspunkten der AnlV günstig, die Investitionsmöglichkeiten durch den Katalog zulässiger Anlagegegenstände allerdings deutlich begrenzt. Beispielsweise würden Infrastrukturprojekte, die in Form von (nicht börslich oder auf organisierten Märkten gehandelter) Projektgesellschaften realisiert werden, häufig als Unternehmen nach § 284 Abs. 3 qualifizieren, wodurch Investitionen in sie auf 20 % des Wertes des Sondervermögens begrenzt wären.

DAS INFRASTRUKTUR-SONDERVERMÖGEN IM FOSTOG

Ein speziell auf Infrastrukturprojekte zugeschnittenes Investitionsvehikel soll im deutschen Recht nun allerdings in Form des Infrastruktur-Sondervermögens geschaffen werden, welches in den Entwürfen des Fondsstandortgesetzes vorgesehen ist.

Nachdem am 2.12.2020 der Referentenentwurf des (zu diesem Zeitpunkt noch „FoG“ abgekürzten) Fondsstandortgesetzes veröffentlicht wurde, folgte am 20.01.2021

nun auch der Regierungsentwurf des (nun als „FoStoG“ abgekürzten) Gesetzes.

Kernstück der Regelungen zum Infrastruktur-Sondervermögen werden die neuen §§ 260a bis 260d KAGB sein, die einen neuen sechsten Unterabschnitt des dritten Abschnitts des KAGB bilden werden. Systematisch folgen die Regelungen denen des fünften Unterabschnitts, in dem die Regelungen für das Immobilien-Sondervermögen enthalten sind. Diese systematische Stellung entspricht auch der Regelungstechnik des Gesetzgebers, der für das Infrastruktur-Sondervermögen grundsätzlich in § 260a KAGB auf die Vorschriften zum Immobilien-Sondervermögen verweist und in den §§ 260b bis 260d KAGB lediglich speziellere, und damit Vorrang vor den allgemeineren Vorschriften genießende, Regelungen vorsieht. Neben diesem Kernkomplex der neuen Regelungen sind an verschiedenen anderen Stellen des KAGB ebenfalls weitere neue beziehungsweise geänderte und ergänzte Regelungen enthalten, die der Einführung des neuen Anlagevehikels Rechnung tragen sollen.

ZULÄSSIGE ANLAGEGEGENSTÄNDE

Im neuen § 260b sind die zulässigen Vermögensgegenstände aufgezählt, die die Kapitalverwaltungsgesellschaft für das Infrastruktur-Sondervermögen erwerben darf. Die enumerative Aufzählung im ersten Absatz der Vorschrift ist hierbei, wie das Wort „nur“ verdeutlicht, als abschließend zu verstehen. Die folgenden Absätze zwei bis sechs legen sodann bestimmte Anlagegrenzen und Mindestanlagen in bestimmte Kategorien von Vermögensgegenständen fest, während der siebte Absatz regelt, dass Derivategeschäfte nur zur Absicherung von im Infrastruktur-Sondervermögen gehaltenen Vermögensgegenständen gegen einen Wertverlust getätigt werden dürfen.

INFRASTRUKTUR-PROJEKTGESELLSCHAFTEN

Nach dem Willen des Gesetzgebers soll der Charakter als Infrastrukturinvestment dadurch besonders betont werden, dass gemäß der Regelung in § 260b Abs. 4 mindestens 60 % des Wertes des Fonds in Infrastruktur-Projektgesellschaften, Immobilien und Nießbrauchrechten angelegt sein müssen. Die Definition, was unter dem neu eingeführten Begriff der Infrastruktur-Projektgesellschaft zu verstehen

ist, findet sich in § 1 Abs. 1 S. 1 Nr. 23a KAGB. Dieser definiert diese als Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung zu dem Zweck gegründet wurden, Einrichtungen, Anlagen, Bauwerke oder jeweils Teile davon zu errichten, zu sanieren, zu betreiben oder zu bewirtschaften, die dem Funktionieren des Gemeinwesens dienen. Der Formulierung „Gesellschaftsvertrag oder der Satzung“ lässt sich entnehmen, dass es hierbei unerheblich ist, ob es sich bei der Gesellschaft um eine Personengesellschaft oder eine Kapitalgesellschaft handelt, da die jeweils gebräuchliche Bezeichnung des Verfassungsdokuments für beide Gesellschaftstypen verwendet wird. Die Infrastruktur-Projektgesellschaft soll ausweislich der Begründung des Gesetzesentwurfs begrifflich weiter gefasst sein als der Begriff der ÖPP-Projektgesellschaft, da hier das Bedürfnis der Öffentlich-Privaten Partnerschaft fehlt, die Infrastruktur-Projektgesellschaft also auch rein privatwirtschaftlich ausgestaltet sein kann. Ohne dass darauf in der Begründung des Entwurfs explizit eingegangen wird, unterscheidet sich die Definition der Infrastruktur-Projektgesellschaft von der ÖPP-Projektgesellschaft weiter auch dadurch, dass dort neben Anlagen und Bauwerken auch Einrichtungen erfasst sind und die betreffenden Objekte nicht der Erfüllung öffentlicher Aufgaben, sondern dem Funktionieren des Gemeinwesens dienen. Letztere Änderung dürfte dabei im Zusammenhang mit dem Verzicht auf eine Öffentlich-Private Partnerschaft zu erklären sein, da diese gerade regelmäßig auf die gemeinsame Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben abstellen.

Im Gegensatz zu der Fassung des Referentenentwurfs ist in der Begründung des Regierungsentwurfs der Verweis darauf, dass sich die Definition an § 2 Abs. 10 des Gesetzes über das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik (BSI-Gesetz) orientieren würde, weggefallen. Dies ist zu begrüßen, da das BSI-Gesetz die Infrastruktur aus der Perspektive der Schutzbedürftigkeit in den Blick nimmt, das FoStoG hingegen Investitionsanreize in Infrastrukturprojekte schaffen soll. Durch die Streichung der Bezugnahme auf das BSI-Gesetz werden somit potenzielle Probleme bei der Auslegung des Infrastruktur-Begriffs beseitigt.

SONSTIGE ANLAGEGEGENSTÄNDE

Neben den Beteiligungen an den Infrastruktur-Projektgesellschaften sind in § 260b Abs. 1 KAGB auch weitere zulässige Anlagegegenstände aufgezählt. Insbesondere in Bezug auf den Anlagegegenstand Immobilien stellt sich die Frage, ob auch hier eine besondere Infrastrukturnähe gegeben sein muss. Hier spräche für eine derartige Lesart, dass § 260b Abs. 4 KAGB, der Regelung, mithilfe derer nach der Entwurfsbegründung der Charakter als Infrastrukturfonds betont werden soll, auch Immobilien und Nießbrauchrechte an Grundstücken als Anlagegegenstände nennt, in denen mindestens 60 % des Wertes des Sondervermögens investiert werden sollen.

Allerdings widerspricht eine solche Auslegung dem eindeutigen Wortlaut des Gesetzentwurfs. Nachdem in §§ 260b bis 260d KAGB keine Sonderregelungen des Immobilienbegriffs zu finden sind, muss der Begriff mit seinem allgemeinem Bedeutungsinhalt und in Einklang mit der Definition in § 1 Abs. 19 S. 1 Nr. 21 KAGB zu verstehen sein. Dies dürfte auch dem gesetzgeberischen Willen entsprechen, da der Entwurf des FoStoG nicht nur auf die Einführung eines speziellen Infrastrukturinvestmentvehikels abzielt, sondern auch allgemein die Attraktivität des Fondsstandortes gesteigert werden soll, einem Ziel, dem eine zu enge Auslegung der zulässigen Anlagegegenstände bestimmter Fondsvehikel entgegenstünde. Zudem sehen auch die weiteren Vorschriften zu den zulässigen Anlagegegenständen und Anlagegrenzen vor, dass eine gewisse Mischung der Anlagegegenstände einzuhalten ist. So sollen nach § 260b Abs. 2 KAGB beispielweise die Beteiligung an Infrastruktur-Projektgesellschaften nicht mehr als 80 % des Wertes des Sondervermögens ausmachen, wobei der Wert einer einzelnen Beteiligung nicht den Wert von 10 % des Sondervermögens überschreiten darf. Eine Auslegung des Immobilienbegriffs in einem Sinne, dass dieser nicht auf Infrastrukturimmobilien begrenzt sein muss, wäre somit auch im Interesse der gesetzgeberisch erwünschten Risikostreuung und trägt dazu bei, Klumpenrisiken im Infrastrukturbereich zu reduzieren.

Bezogen auf den Anlagegegenstand Immobilien ist es weiter fraglich, ob eine Investition nur direkt oder auch indirekt

über Immobilien-Gesellschaften möglich sein soll. Diese Frage war bereits auf Grundlage des Referentenentwurfs nicht eindeutig zu beantworten. Im Wesentlichen könnte die Auslegung vertreten werden, Immobiliengesellschaften seien ein geeignetes Anlageobjekt, da der Verweis auf die §§ 230 – 260 KAGB auch die Regelungen zu den Immobilien-Gesellschaften in § 231 Abs. 1 Nr. 7 i.V.m § 234 KAGB mit umfasst. Dem Gegenüber könnte allerdings auch auf den abschließenden Charakter der enumerativen Auflistung in § 260b KAGB abgestellt werden und die Immobilien-Gesellschaften nicht als geeignete Anlagegegenstände angesehen werden. Hier wäre es erfreulich gewesen, wenn im Zuge des Regierungsentwurfs eine Klarstellung erfolgt wäre, dass Immobilien-Gesellschaften einen zulässigen Anlagegegenstand darstellen. Eine solche Erweiterung sollte daher unbedingt noch vorgenommen werden und dürfte auch dem Willen des Gesetzgebers entsprechen, der im Regierungsentwurf selbst an anderer Stelle die Immobilien-Gesellschaft als vergleichbar mit der Infrastruktur-Projektgesellschaft bezeichnet.

FREMDKAPITAL

Die speziellen Vorschriften zum Infrastruktur-Sondervermögen enthalten keine Regelung dazu, ob und bis zu welchem Umfang Fremdkapital aufgenommen werden darf. Allerdings bezieht sich der Verweis auf die Regelungen zum Immobilien-Sondervermögen auch auf die Regelungen zur Kreditaufnahme. In § 254 Abs. 1 KAGB ist geregelt, dass Kredite bis zu einer Höhe von 30 % des Verkehrswertes der Immobilien, die zum Sondervermögen gehören, aufgenommen werden dürfen. Darauf, wie diese auf den Anlagegegenstand Immobilien zugeschnittene Regelung entsprechend auf das Infrastruktur-Sondervermögen anzuwenden ist, enthält die Entwurfsbegründung keine Angaben. Es ist allerdings nicht davon auszugehen, dass die entsprechende Anwendung der Regelung so eng zu verstehen ist, dass auch für das Infrastruktur-Sondervermögen Fremdkapital nur in der Höhe von bis zu 30 % des Verkehrswertes der darin enthaltenen Immobilien erfolgen darf. Auf diese Weise würden Fehlanreize geschaffen werden, möglichst viele Investitionen im Immobilienbereich zu tätigen, um insgesamt einen möglichst großen Spielraum

für die Fremdkapitalaufnahme zu sichern. Investitionen in die Infrastruktur-Projektgesellschaften, die Anlagekategorie, die im Zuge der Einführung des Infrastruktur-Sondervermögens gerade geschaffen wurde, würden demgegenüber zurücktreten. Vorzugswürdig ist es daher, die Regelungen zur Fremdkapitalaufnahme beim Immobilien-Sondervermögen sinngemäß entsprechend anzuwenden. Beim Immobilien-Sondervermögen darf Fremdkapital in Höhe von 30 % des Verkehrswertes der prägenden Anlagegegenstände – hier sind es die Immobilien – aufgenommen werden. Gleiches muss auch für das Infrastruktur-Sondervermögen gelten. Prägend für dieses sind die Anlagegegenstände, die in § 260b Abs. 4 KAGB genannt sind und laut dem Gesetzesentwurf den Charakter als Infrastrukturinvestment verdeutlichen sollen. Diese Vermögensgegenstände sind Infrastruktur-Projektgesellschaften, Immobilien und Nießbrauchrechte. Wegen der Bedeutung dieses Punktes wäre auch hier eine entsprechende gesetzgeberische Klarstellung sehr begrüßenswert.

ANTEILSRÜCKGABEN UND PFLICHTANGABEN

In § 260c KAGB ist eine Sonderregelung zur Anteilsrücknahme vorgesehen, die die allgemeine Bestimmung des § 98 Abs. 1 KAGB modifiziert. Demnach sollen die Vertragsbedingungen des Infrastruktur-Sondervermögens vorsehen, dass die Rücknahme von Anteilen nur zu bestimmten Rücknahmeterminen, die mindestens jährlich, höchstens aber halbjährlich stattfinden, möglich sind. Eine solche Regelung erscheint anhand der besonderen Illiquidität des Anlageobjekts Infrastruktur konsequent. Der Charakter als offenes Investmentvermögen wird dadurch nicht gefährdet, da die Definition des offenen Investmentvermögens in § 1 Abs. 4 S. 1 Nr. 2 KAGB entsprechend der europarechtlichen Vorgaben sehr weit gefasst ist.

Diese Modifikation der Rücknahmemöglichkeit ist gemäß § 260d Abs. 1 S. 1 Nr. 5 KAGB im Verkaufsprospekt besonders hervorzuheben. Weiter enthält § 260d KAGB auch sonstige Angaben, die zusätzlich zu den nach § 165 KAGB geforderten Angaben in den Verkaufsprospekt und die Anlagebedingungen aufzunehmen sind. Diese Angaben spiegeln schwerpunktmäßig Spezifika in Bezug auf die Anlagegegenstände wider.

AUSGESTALTUNG ALS GESCHLOSSENER INLÄNDISCHER PUBLIKUMS-AIF

Im Regierungsentwurf ist vorgesehen, dass auch geschlossene inländische Publikums-AIF nun in Infrastruktur-Projektgesellschaften investieren dürfen. Erreicht wird dies, indem in § 261 Abs. 1 Nr. 2 nun auch Infrastruktur-Projektgesellschaften als zulässiger Anlagegegenstand neben den ÖPP-Projektgesellschaften genannt werden. Der Gleichlauf mit den ÖPP-Projektgesellschaften setzt sich auch in § 261 Abs. 6 in Bezug auf die Wertermittlung der jeweiligen Gesellschaft fort.

Nach der Begründung des Gesetzgebers soll die Aufnahme der Infrastruktur-Projektgesellschaft in den Anlagekatalog des § 261 Abs. 1 primär klarstellende Wirkung haben. Auch zuvor sei es den geschlossenen Publikums-AIF möglich gewesen, über § 261 Absatz 1 Nummer 3 in Verbindung mit Nummer 1 und Absatz 2 KAGB in Infrastrukturprojekte zu investieren. Dennoch dürfte mit der Einfügung der Infrastruktur-Projektgesellschaft auch hier eine Erweiterung des Anlagespektrums einhergehen. Die bisherige Möglichkeit, in Infrastrukturprojekte zu investieren, ist auf enumerativ aufgelistete Sachwerte inklusive deren Betriebsinfrastruktur nach § 261 Abs. 2 KAGB beschränkt geblieben. Der Infrastrukturbegriff, wie er im Zusammenhang mit der Definition der Infrastruktur-Projektgesellschaften verwendet wird, ist demgegenüber stärker funktional am Kriterium der dienenden Funktion für das Gemeinwesen ausgerichtet und daher auch offener für Bereiche der immateriellen und sozialen Infrastruktur.

Während in § 261 KAGB die Regelungen für Investitionen in ÖPP-Projektgesellschaften und Infrastruktur-Projektgesellschaften gleichlaufend ausgestaltet wurden, hat der Gesetzgeber darauf verzichtet, eine Anpassung auch bei § 269 Abs. 2 Nr. 3 KAGB vorzunehmen. Diese Vorschrift schreibt vor, dass bei geschlossenen Publikums-AIF, die in Vermögensgegenstände nach § 261 Abs. 1 Nr. 2 KAGB investieren, bestimmte zusätzliche Angaben im Wertpapierprospekt zu machen sind. Diese Angaben werden sodann in lit. a) bis c) anhand der ÖPP-Projektgesellschaften näher beschrieben, ohne dass auch hier eine Ergänzung um den Anlagegegenstand der Infrastruktur-Projektgesellschaften

erfolgen würde. Ausgehend vom Zweck der Norm, dem potenziellen Anleger ausreichende Informationen über die Anlageobjekte zur Verfügung zu stellen, dürfte hier kein Unterschied zwischen den ÖPP-Projektgesellschaften und den Infrastruktur-Projektgesellschaften gemacht werden. Es ist daher davon auszugehen, dass die Informationspflichten des § 269 Abs. 2 Nr. 3 KAGB zumindest im Wege einer Analogie auf Investitionen in Infrastruktur-Projektgesellschaften Anwendung finden werden.

AUSGESTALTUNG ALS SPEZIALFONDS

In § 91 Abs. 3 KAGB in seiner geplanten Fassung wird die Zulässigkeit der offenen Investmentkommanditgesellschaft als Rechtsform nicht nur für offene Immobilienfonds, sondern auch für offene Infrastrukturfonds geregelt. Hierdurch soll ausweislich der Entwurfsbegründung die Produktpalette im Spezialfondsbereich erweitert und die Attraktivität des Fondsstandortes erhöht werden.

Soll der Infrastrukturfonds als offenes Spezial-Sondervermögen ausgestaltet werden, kam nach dem Referentenentwurf lediglich das allgemeine Spezial-Sondervermögen nach § 282 KAGB in Betracht. Nach dem Regierungsentwurf soll hingegen nun auch eine Ausgestaltung als offenes Spezial-Sondervermögen mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB ermöglicht werden. Gesetzestechnisch wird dies erreicht, indem § 284 Abs. 1 und 2 KAGB nunmehr auch auf die Regelungen zum Infrastruktur-Sondervermögen verweist und die Infrastruktur-Projektgesellschaften neben den ÖPP-Projektgesellschaften in den Katalog tauglicher Anlagegegenstände aufgenommen wurden.

Abgesehen von diesen aufsichtsrechtlichen Regelungen zur Ausgestaltung als Spezialfonds, soll zukünftig auch die steuerrechtliche Ausgestaltung des Infrastrukturfonds als Spezialfonds im Sinne des § 26 Investmentsteuergesetz (InvStG) erleichtert werden. Um dies zu erreichen, wird in § 26 Nr. 4 lit. j) InvStG nun auch die Infrastruktur-Projektgesellschaft als zulässiges Anlageobjekt aufgenommen. Zudem wird sie in § 26 Nr. 5 InvStG der Immobilien-Gesellschaft gleichgestellt, sodass die 20% Grenze für Investitionen in Anteile an nicht börsengehandelten (oder auf anderen organisierten Märkten zugelassenen bzw. einbezogenen)

Beteiligungen an Kapitalgesellschaften auch für Investitionen in Infrastruktur-Projektgesellschaften nicht greift. Diese Anpassungen im Steuerrecht dürften die Attraktivität von Investments in Infrastruktur-Projektgesellschaften weiter erhöhen. Insbesondere eröffnet die Ausgestaltung als Spezial-Investmentfonds hier auch den Weg hin zur Möglichkeit der Ausübung der Transparenz-Option nach § 30 InvStG.

BEWERTUNG NACH DER ANLAGEVERORDNUNG UND NACH SOLVENCY II

Soweit sich der Infrastrukturfonds auch an professionelle Anleger richtet, ist es für deren Anlageentscheidung auch relevant, wie das Anlageprodukt vor dem Hintergrund der jeweils anwendbaren festgeschriebenen Anlagequoten beziehungsweise Eigenkapitalunterlegungsvorschriften zu beurteilen ist.

Im Anwendungsbereich der Anlageverordnung (AnIV) sind nach § 3 Abs. 5 AnIV verschiedene Arten von Investitionen in Immobilien bis zu einem Wert von 25 % des Sicherungsvermögens möglich. Diese Immobilienquote ist im Verhältnis zu den Anlagequoten betreffend andere Anlagegegenstände vergleichsweise großzügig ausgestaltet. Einer Zuordnung zu dieser Immobilienquote dürften Infrastrukturfonds allerdings nicht unterfallen, da sie (auch) in andere Vermögensgegenstände als solche nach § 231 Abs. 1 Nr. 1 bis 6 und § 235 KAGB investieren. Nachdem ein Infrastrukturfonds nun auch nach § 284 KAGB ausgestaltbar sein wird (dazu siehe oben), können seine Vermögenswerte nun auch einzeln den relevanten Quoten der Anlageverordnung zugeordnet werden, insbesondere Immobilien der Immobilienquote und, soweit Infrastruktur-Projektgesellschaften als Unternehmen qualifizieren, der Beteiligungsquote. Ansonsten bleibt nur die recht kleine Quote von 7,5% nach § 3 Abs. 2 Nr. 2 AnIV. Soweit ein Infrastrukturfonds nach § 282 KAGB ausgestaltet wird, muss er insgesamt der 7,5%-Quote nach § 3 Abs. 2 Nr. 2 AnIV zugeordnet werden. Auch wenn nun in Form des Infrastruktur-Sondervermögens mit festen Anlagebedingungen eine Konstruktion gewählt werden kann, bei der eine Durchschau auf die einzelnen Anlagegegenstände möglich ist, wäre weiterhin eine Anpassung der AnIV wünschenswert. Mit einer eigenen Infrastrukturquote könnte dem

Problem begegnet werden, dass auch bei einer Durchschau eine eindeutige Zuordnung der Anlagegegenstände zu den Kategorien nach § 2 Abs. 1 AnlV nicht immer möglich ist. Zudem könnte ein zusätzlicher Anreiz für eine Anlage im Bereich Infrastruktur geschaffen werden, wenn derartige Investitionen nicht auf bestehende Quoten angerechnet werden müssen. Letztlich wäre eine solche Differenzierung im Interesse einer besseren Risikostreuung, da die möglichen Risiken im Zusammenhang mit der Anlage innerhalb einer Anlageform nach der Anlageverordnung als solcher und bei der Anlage in derselben Anlageform, jedoch eingebunden in einen Infrastrukturzusammenhang, durchaus divergieren können.

Im Regelungsbereich von Solvency II liegt es im Interesse der Anleger, dass das jeweilige Investment mit möglichst wenig Eigenkapital hinterlegt werden muss. Grundsätzlich wird hier bei Fonds, abgesehen von einigen Ausnahmen, im Wege der Durchschau direkt auf die im Fonds enthaltenen Anlagegegenstände abgestellt, vgl. Art. 84 der Delegierten Verordnung 2015/35 (Level 2-Verordnung). Eine relativ niedrige Eigenkapitalunterlegung von 25 % ist hier wiederum für die Investitionen in den Anlagegegenstand Immobilien gefordert, vgl. Art. 174 der Level 2-Verordnung. Der Stressfaktor für Eigenkapitalinvestitionen in qualifizierte Infrastruktur liegt demgegenüber bei 30 %. Der Begriff der qualifizierten Infrastrukturinvestition nach Art. 164a der Level 2 Verordnung ist allerdings nicht deckungsgleich mit dem Begriff der Infrastruktur im Sinne des KAGB. Insbesondere wird in der Level 2-Verordnung ein verstärkter Wert auf die Generierung stabiler Cashflows gelegt. Es bietet sich allerdings an, den Fonds bezogen auf die Anlageobjekte (also insbesondere die Infrastruktur-Projektgesellschaften) so zu gestalten, dass er den Anforderungen der Solvency II Regelungen an die qualifizierte Infrastruktur oder Immobilien erfüllt.

BEGLEITENDE REGELUNGEN

Neben den Regelungen in den §§ 260a ff. KAGB wirkt sich die Einführung des Infrastruktur-Sondervermögens auch an anderen Stellen aus. Dabei handelt es sich zumeist um notwendige Folgeänderungen. So wird in § 214 KAGB das Infrastruktur-Sondervermögen als mögliche Ausgestaltung

eines offenen Publikums-AIF ergänzt, in §§ 317 und 318 KAGB die Anforderungen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von vergleichbaren ausländischen oder EU Produkten an Privatanleger festgelegt und in § 166 KAGB der Inhalt der wesentlichen Anlegerinformation mit den Anforderungen, die an das Immobilien-Sondervermögen gestellt werden, einheitlich geregelt.

FAZIT

Mit dem Infrastruktur-Sondervermögen und der Einführung der Infrastruktur-Projektgesellschaften als Investitionsobjekt für eine Vielzahl von anderen Fondsstrukturen schafft der Gesetzgeber ein wertvolles Instrument zur Umsetzung von Infrastruktur-Investitionen durch Fonds. Dabei werden insbesondere durch die Aufnahme der Infrastruktur-Projektgesellschaften in bestehende Anlagekataloge etliche Probleme gelöst, die nach geltendem Recht bei Infrastruktur-Investments noch bestehen. In diesem Zusammenhang ist es besonders zu begrüßen, dass eine solche Erweiterung des Anlagekatalogs nun im Regierungsentwurf für den Katalog des § 284 KAGB vorgesehen ist.



Florian Geuder

Frankfurt am Main
fgeuder@kslaw.com



Referenzzinssätze im Wandel



Das Ende von LIBOR?



Variable Zinssätze für Immobiliendarlehen setzen sich in der Regel aus einem Referenzzinssatz und einer Marge zusammen. Der Referenzzinssatz soll dabei die Finanzierungskosten des Kreditgebers abdecken, während die Marge den Aufschlag widerspiegelt, den der Kreditgeber dem Kreditnehmer für das Darlehen berechnet. Nimmt man dabei an, dass der Referenzzinssatz die tatsächlichen Geldbeschaffungskosten des Kreditgebers abdeckt, so entspricht die Marge grundsätzlich dem Bruttogewinn des Kreditgebers für die Vergabe des Darlehens.

EURIBOR UND LIBOR

In der Eurozone wird in der Regel der EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) als Referenzzinssatz für Immobiliendarlehen verwendet. Der EURIBOR wird an jedem TARGET2-Geschäftstag – TARGET steht für Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System – vom European Money Markets Institute (EMMI) um ca. 11:00 Uhr MEZ veröffentlicht und entspricht dem Zinssatz, zu dem sich EU-Kreditinstitute unbesicherte Kredite in Euro gewähren. Der EURIBOR wird in verschiedenen Laufzeiten quotiert, für Immobiliendarlehen relevant sind üblicherweise der 1- und der 3-Monats-EURIBOR.

Bei Immobiliendarlehen in GBP und USD wird in der Regel der LIBOR (London Interbank Offered Rate) als Referenzzinssatz verwendet, der darüber hinaus auch für EUR, CHF und JPY-Darlehen quotiert wird. Ursprünglich wurde der LIBOR von der British Banking Association (BBA) überwacht; nachdem 2011 bekannt wurde, dass einzelne Banken bewusst unrichtige Daten zur Ermittlung des LIBOR beigesteuert hatten (der sog. LIBOR-Skandal), um den LIBOR zu manipulieren, übertrug die UK Financial Conduct Authority (FCA) die Verantwortung für die Ermittlung und Publikation des LIBOR auf die ICE Benchmark Administration (IBA). Deren von der FCA überwachte Londoner Tochter, Intercontinental Exchange Benchmark Administration (ICE) quotiert nun seit Februar 2014 den LIBOR um ca. 11:00 Uhr GMT an jedem Londoner Geschäftstag. Der LIBOR ist wie der EURIBOR ein Interbankenzinssatz und ist der Zinssatz, zu dem sich große Geschäftsbanken im Londoner Bankenmarkt untereinander unbesicherte Darlehen von handelsüblicher Größe in den vorgenannten Währungen für bestimmte

Laufzeiten zur Verfügung stellen. Für Immobilienkredite relevant sind dabei i. d. R. Laufzeiten von einem Monat bzw. drei Monaten.

Da sowohl der (nach der bisherigen Methodik ermittelte) EURIBOR als auch der LIBOR auf Quotierungen bestimmter Panel-Banken basiert und nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sind beide für Manipulationen anfällig. Seit Bekanntwerden des LIBOR-Skandals gab es daher verstärkte Bemühungen, diese Referenzzinssätze zu reformieren.

EURIBOR-Reform

Für die EU-Mitgliedstaaten mündeten diese Bemühungen in der Benchmark-Verordnung, die seit 1. Januar 2018 geltendes Recht in der EU ist. Im Oktober 2018 ließ die EMMI verlauten, dass sie ohne Reformen nicht garantieren könne, dass der EURIBOR im Einklang mit der Benchmark-Verordnung stehe. Im Februar 2019 stellte EMMI eine neue dreistufige hybride Methode für die Ermittlung des EURIBOR vor. Auf der ersten Stufe wird dabei zunächst auf passende Transaktionsdaten zugegriffen und – sofern diese nicht (ausreichend) vorhanden sind – auf der zweiten Stufe auf Daten für ähnliche Transaktionen. Sind auch diese nicht (ausreichend) vorhanden, werden auf der dritten Stufe Daten von Märkten, die dem unbesicherten Eurogeldmarkt ähnlich sind, verwendet. Im Juli 2019 wurde diese neue Methode zur Ermittlung des EURIBOR sowie dessen Verwaltung durch EMMI als Administrator von der Belgischen Financial Services and Markets Authority (FSMA) unter der Benchmark-Verordnung autorisiert. EMMI ist derzeit im Begriff, diese hybride Methode bei den EURIBOR-Panelbanken zu implementieren. Damit ist die Verwendung des EURIBOR als Referenzzinssatz bis auf Weiteres gestattet. Die Zukunft des EURIBOR wird trotzdem maßgeblich davon abhängen, dass genügend Transaktionsdaten bei der Ermittlung des EURIBOR unter Stufe 1 und 2 dieser Methode zur Verfügung stehen, sodass nicht auf Marktdaten und Schätzungen unter Stufe 3 zurückgegriffen werden muss. In letzterem Fall wäre es analog zur nachstehend beschriebenen LIBOR-Historie nicht ausgeschlossen, dass am Ende doch auf die Entwicklung eines risikolosen Zinssatzes (*risk free rate*) als Alternative gesetzt wird. Eine solche Alternative könnte dann €STR (*Euro Short-Term Rate*, sprich „ESTER“) sein, der (erstmalig seit dem 2. Oktober

2019) von der Europäischen Zentralbank (EZB) an jedem TARGET2-Geschäftstag (für den vorangegangenen TARGET2-Geschäftstag) veröffentlicht wird und schließlich den bisherigen Tagesgeldsatz EONIA ersetzen soll. €STR basiert auf Transaktionsdaten für unbesichertes Übernachtgeld, die der EZB unter der Verordnung über Geldmarktstatistiken (*Money Market Statistical Reporting*) von berichtspflichtigen Instituten zur Verfügung gestellt werden.

LIBOR-Reform

In Bezug auf den LIBOR gab es ebenfalls Reformbemühungen, die aber mangels ausreichender Transaktionsdaten letztlich als erfolglos erachtet wurden. Dies führte dazu, dass der Vorsitzende der FSA, Andrew Bailey, die Finanzwelt in einer Rede vom Juli 2017 mit der Nachricht konfrontierte, dass die FSA ihre Finanzinstitute nach Ablauf des Jahres 2021 nicht länger verpflichten oder dazu auffordern werde, Datensätze für die Ermittlung des LIBOR zur Verfügung zu stellen und dass Marktteilnehmer damit rechnen müssen, dass der LIBOR ab 2022 nicht mehr verfügbar sein werde.

Berücksichtigung in der Darlehensdokumentation

Seitdem wird bei der Dokumentation von Immobilienfinanzierungen, die auf dem LIBOR basieren und eine Laufzeit über 2021 hinaus haben, verstärkt darauf geachtet, dass Regelungen für den Fall geschaffen werden, dass der LIBOR nicht mehr zur Verfügung steht und ein Ersatz-Referenzzinssatz bestimmt werden muss.

LMA

Die Muster-Darlehensverträge der Loan Market Association (LMA) enthalten von jeher einen Katalog von Möglichkeiten, den Referenzzinssatz zu bestimmen, wenn dieser nicht verfügbar sein sollte: Ist der Referenzzinssatz (sog. *Screen Rate*) für die Zinsperiode nicht verfügbar, so wird der Ersatz-Referenzzinssatz wie folgt ermittelt:

- (1) Zunächst durch Interpolation der aktuell verfügbaren Referenzzinssätze für vergleichbare Zinsperioden (sog. *Interpolated Screen Rate*). Ist dies nicht möglich, dann
- (2) auf Basis von Quotierungen ausgewählter Referenzbanken (sog. *Reference Bank Rate*). Ist dies nicht möglich, dann

- (3) auf Basis von Quotierungen der Konsorten über ihre Geldbeschaffungskosten (sog. *Cost of Funds*).

Zusätzlich bieten die LMA-Musterdarlehensverträge zwischen den Stufen (1) und (2) folgende Ausweichmöglichkeiten, sollte die *Interpolated Screen Rate* als Ersatz-Referenzzinssatz nicht verfügbar sein:

- (A) Anwendung eines aktuellen Referenzzinssatzes, der für eine kürzere Zinsperiode verfügbar ist (sog. *Shortened (Fallback) Interest Period*). Ist dies nicht möglich, dann
- (B) Anwendung eines historischen Ersatz-Referenzzinssatzes für die Zinsperiode (sog. *Historic Screen Rate*). Ist dies nicht möglich, dann
- (C) Interpolation historischer Ersatz-Zinssätze für vergleichbare Zinsperioden (sog. *Interpolated Historic Screen Rate*).

Der vorstehende Katalog an Ersatzzinssätzen ist jedoch nicht für den Fall gedacht, dass der vereinbarte Referenzzinssatz dauerhaft entfällt, was bei einem Wegfall des LIBOR nach 2021 eintreten würde. In diesem Szenario gäbe es keine aktuell quotierten Referenzzinssätze, und die Verwendung historischer Referenzzinssätze würde faktisch zu einem Festzinsdarlehen führen (da mangels neuerer Quotierungen nach Ablauf der jeweiligen Zinsfestschreibungsperiode immer nur auf dieselben historischen Zinssätze zurückgegriffen werden könnte). Damit ist der LMA-Katalog an Ersatzzinssätzen für den permanenten Wegfall von LIBOR nicht praktikabel.

Für den Fall des permanenten Wegfalls des Referenzzinssatzes hält die LMA seit November 2014 eine optionale „Replacement of Screen Rate“-Klausel für ihre Investment-Grade- und Leveraged-Darlehensverträge vor. Diese Klausel bestimmt keinen konkreten Ersatz-Referenzzinssatz bei einem permanenten Wegfall des vereinbarten Referenzzinssatzes – es handelt sich vielmehr um eine Neuverhandlungsklausel. Sie enthält dementsprechend nur eine Regelung darüber, mit welchen Zustimmungsmehrheiten im Darlehensgeber-Konsortium der neue Ersatz-Referenzzinssatz umgesetzt werden kann, wobei maximale Flexibilität vorgesehen ist.

So bestimmt die LMA-Muster-Klausel zur „Replacement of Screen Rate“ in ihrer Fassung vom Dezember 2018, die ab Februar 2020 als optionale Klausel in die Vertragsmuster aufgenommen wurde, dass die Benennung eines Ersatz-Referenzzinssatzes bei einem permanenten Wegfall des Referenzzinssatzes (also z. B. von LIBOR oder EURIBOR) sowie damit einhergehende Anpassungen des Darlehensvertrags durch den Konsortialführer auf Anweisung der qualifizierten Mehrheit (*Majority Lenders*, in der Regel 66 und 2/3 %) der von Konsorten gehaltenen Darlehensanteile und dem Darlehensnehmer vorgenommen werden können. Auch ist vorgesehen, dass die qualifizierte Mehrheit der von den Konsorten gehaltenen Darlehensanteile und der Darlehensnehmer darüber entscheiden, wann davon auszugehen ist, dass der ursprünglich vereinbarte Referenzzinssatz nicht mehr verfügbar ist und dementsprechend ein Ersatz-Zinssatz mit qualifizierter Mehrheit (und Zustimmung des Darlehensnehmers) zu bestimmen ist.

Um den Umstellungsprozess von LIBOR auf risikofreie Zinssätze (also SOFR für den US-Dollar, €STR für den Euro und SONIA (Sterling Overnight Index Average) für Sterling) zu erleichtern, bietet die LMA seit August 2020 Muster-Ergänzungen zur Replacement of Screen Rate- Klausel an, die eine Treu und Glauben unterliegende Pflicht zur Verhandlung eines Ersatzreferenzzinssatzes vorsieht mit dem Ziel, bis zum 31. Dezember 2021 einen Ersatzzinssatz zu bestimmen („shall enter into negotiations in good faith with a view to agreement the use of a Replacement Benchmark ... in place of that Screen Rate“) (siehe *Supplement zur Revised replacement Screen Rate Clause and documentary recommendations published by the Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates*). Um die Verhandlung und Bestimmung des Ersatzreferenzzinssatzes zu unterstützen, publiziert die LMA seit November 2020 einen Diskussionsentwurf (exposure draft) eines Muster-Term Sheets für eine mögliche Methodik zur Ermittlung des Ersatzreferenzzinssatzes.

USA

In den USA wurde bereits 2014 – noch vor der Rede Andrew Baileys – aus Besorgnis über die Zuverlässigkeit und „Robustheit“ von LIBOR durch das Board of Governors des Federal Reserve System (Fed) und die Federal Reserve Bank of New York das Alternative Reference Rates Committee (ARRC) ins Leben gerufen. Das ARRC geht von der sog. Secured Overnight Financing Rate (SOFR) als Alternative zu LIBOR aus. Nach einer Konsultationsphase hatte das ARRC am 25. April 2019 seine Empfehlungen zu „robusteren“ LIBOR-Ersatz-Vertragsbestimmungen (*Fallback Language*) für neue syndizierte LIBOR-Kredite veröffentlicht. In den 2019 ARRC-Empfehlungen wurden zunächst zwei Ansätze für die Bestimmung eines Ersatz-Referenzzinssatzes für LIBOR empfohlen, der sog. „fest definierte“ Ansatz (*Hardwired Approach*) und der sog. Nachtrags-Ansatz (*Amendment Approach*). Während der „fest definierte“ Ansatz eine Reihe von bestimmten Ersatzreferenzzinssätzen anbietet, sieht der Nachtrags-Ansatz einen durch Verhandlung zu bestimmenden Ersatzreferenzzinssatz vor. Letzterer wurde von Marktteilnehmern zunächst bevorzugt, weil dieser in Anbetracht der bisher noch nicht erprobten und noch wenig vertrauten Methodik zur Ermittlung des Ersatzreferenzzinssatzes SOFR mehr Flexibilität bietet. Allerdings hält die ARRC den Nachtrags-Ansatz dann nicht praktikabel, wenn eine Vielzahl von Darlehen zu einem bestimmten Stichtag angepasst werden muss. Nachdem den Marktteilnehmern inzwischen mehr Informationen zu SOFR und dessen Ermittlungsmethodik zur Verfügung stehen, empfiehlt die ARRC daher nun in ihren neuen, am 30. Juni 2020 veröffentlichten Empfehlungen zu „robusteren“ LIBOR-Ersatz-Vertragsbestimmungen (*Fallback Language*) für neue syndizierte LIBOR-Kredite, dass Neudarlehen ab dem 3. Quartal 2020 nur noch fest-definierte Ersatzzinssätze im Sinne des „fest-definierten“ Ansatzes (*Hardwired Approach*) vorsehen sollen; der Nachtrags-Ansatz wird nicht mehr empfohlen.

ARRC Hardwired Approach

Der Hardwired Approach definiert bestimmte LIBOR-Ersatz-Ereignisse (*LIBOR Discontinuation Trigger*) und eine bestimmte Abfolge (einen „Wasserfall“) möglicher Nachfolge-Benchmark-Zinssätze, die im Fall des Eintritts eines

LIBOR-Ersatz-Ereignisses Anwendung finden sollen. Der vom ARRC empfohlene Ersatz-Zinssatz ist SOFR, also ein Zinssatz für Übernachtgeld, das durch US-Bundesanleihen besichert ist. Der zu ersetzende LIBOR ist hingegen ein unbesicherter Zinssatz für Laufzeiten von 1, 3, 6 oder 12 Monaten, sodass vermutet werden kann, dass SOFR grundsätzlich niedriger sein wird als LIBOR. Um die strukturellen Unterschiede der Zinssätze auszugleichen, schlägt das ARRC vor, etwaige Unterschiede durch eine Anpassungsmarge (*adjustment spread*) auszugleichen. Diese Anpassungsmarge ist zum Ersatz-Referenzzinssatz zu addieren oder von ihm zu subtrahieren (oder ist gleich null), um dafür zu sorgen, dass der wegfallende LIBOR durch einen Ersatzzinssatz in ähnlicher Höhe ersetzt wird. Der mithilfe der Anpassungsmarge angepasste Ersatz-Referenzsatz wird dann für die Berechnung des Gesamtzinssatzes (bestehend aus Ersatz-Referenzsatz, Anpassungsmarge und Marge für das Darlehen, sog. *All-in Rate*) verwendet. Wie schon beim Ersatz-Zinssatz sehen die 2020 ARRC-Empfehlungen einen Wasserfall zu verwendender Anpassungsmargen vor, wobei auf zweiter Stufe auch auf etwaige von der International Swap Dealer Association (ISDA) vorgesehene Anpassungsmargen verwiesen wird.

Wenn zum Zeitpunkt des Eintretens des jeweiligen LIBOR-Ersatz-Ereignisses keiner der Benchmark-Sätze im Wasserfall der Ersatzzinssätze verfügbar ist oder keine ARRC- oder ISDA-Anpassungsmarge veröffentlicht wird, so wird zur Bestimmung des Ersatzzinssatzes bzw. der Anpassungsmarge durch Vereinbarung zwischen Darlehensgeber und Darlehensnehmer im Sinne eines *Amendment Approach* (siehe unten) ermittelt.

Wasserfall der Ersatz-Referenzzinssätze nach dem Hardwired Approach

Schritt 1: SOFR für die jeweils benötigte Laufzeit (falls vorhanden) plus Anpassungsmarge

Schritt 2: Einfacher Täglicher SOFR (Daily Simple SOFR) (falls vorhanden) plus Anpassungsmarge

Schritt 3: Vom Konsortialführer und Darlehensnehmer bestimmter Ersatz-Referenzzinssatz plus Anpassungsmarge

Wasserfall der Anpassungsmarge unter dem Hardwired Approach

Schritt 1: ARRC-bestimmte Anpassungsmarge

Schritt 2: ISDA-Fallback-Anpassungsmarge

Schritt 3: Vom Konsortialführer und Darlehensnehmer bestimmte Anpassungsmarge

Am 5. März 2021 teilte die IBA mit, dass sie mangels Zugang von zur Ermittlung eines repräsentativen LIBOR notwendigen Daten nach dem 31. Dezember 2021 keinen GBP, EUR, CHF und JPY LIBOR sowie keinen 1-wöchigen oder zwei-monatigen USD LIBOR mehr publizieren würde, und ab dem 30. Juni 2023 auch keinen Overnight, 1-, 3-, 6- und 12-monatigen USD LIBOR. Diese Ankündigung stellt unter gängigen Definitionen (so auch unter der ARRC Definition) bereits ein LIBOR-Ersatz-Ereignis dar. Allerdings sollte eine Anpassung der Zinssätze in der Regel erst dann erforderlich sein, wenn das LIBOR-Ersatz-Datum dann tatsächlich eintritt.

ARRC Amendment Approach

Im Gegensatz zum Hardwired Approach, der bereits zum Zeitpunkt der Erstellung der Dokumentation des Darlehens bestimmte Ersatz-Referenzzinssätze vorsieht und sich stärker auf objektive Kriterien stützt, wird im Rahmen des Nachtrags-Ansatzes (Amendment Approach) die Bestimmung des Ersatz-Referenzzinssatzes von den Parteien erst in der Zukunft vorgenommen, wenn das LIBOR-Ersatz-Ereignis eintritt und die tatsächlich zur Verfügung stehenden Ersatz-Referenzzinssätze bekannt sind. Die Bestimmung des Ersatz-Referenzzinssatzes setzt also eine Einigung der Parteien über einen Nachtrag zur Dokumentation voraus. Die ARRC mutmaßt in Ihren Anmerkungen zu den 2020 ARRC Empfehlungen, dass der Nachtrags-Ansatz – je nach Stärke der relativen Verhandlungspositionen der Vertragsparteien im Zeitpunkt des LIBOR-Ersatz-Ereignisses – Gewinner und Verlierer produzieren könne. Auch diese Erwägung stärkt die Empfehlung der ARRC, nunmehr dem Hardwired Approach den Vorzug zu geben (wobei aber auch dort bei Fehlen der jeweiligen Ersatzgrößen letztlich auf einen Amendment Approach verwiesen wird). Wie schon der Hardwired

Approach sieht auch der Amendment Approach definierte LIBOR-Ersatz-Ereignisse sowie das Prinzip einer Anpassungsmarge vor. Allerdings müssen sich die Parteien auf den Ersatz-Zinssatz und die Anpassungsmarge einigen – die vom ARRC noch in den 2019 ARRC Empfehlungen vorgeschlagenen Klauseln geben dabei nur wenige objektive Kriterien vor, an denen sich die Parteien orientieren sollen. Diese Kriterien werden bisweilen auch als sog. *Guardrails* bezeichnet: Nach der 2019 ARRC-Muster-Amendment-Klausel sind die Parteien bei der Auswahl des Ersatz-Referenzzinssatzes und der Anpassungsmarge verpflichtet, Vorgaben oder Empfehlungen der Fed oder des ARRC oder einer vorherrschenden Marktpraxis für syndizierte US-Dollar-Kredite zu berücksichtigen. Der so zwischen Konsortialführer und Darlehensnehmer vereinbarte Ersatz-Zinssatz und die Anpassungsmarge bedürfen weiter der Zustimmung der Konsorten im Rahmen einer Mehrheitsentscheidung (z. B. 66 und 2/3 Prozent des ausstehenden Nennbetrags des syndizierten Kredits). Der ARRC-Amendment-Ansatz sieht dabei ein Snooze/Lose-Konzept vor, das zu einer automatischen Annahme des vorgeschlagenen Referenzzinssatzes (und der Anpassungsmarge) führt, wenn die erforderliche Mehrheit ihre Ablehnung nicht innerhalb einer bestimmten Frist bekannt gibt.

„Da allgemein davon ausgegangen wird, dass der Basis-Zinssatz höher sein wird als ein den LIBOR ersetzender neuer Alternativ-Zinssatz, haben auch Darlehensnehmer in den USA ein starkes Interesse daran, dass die Darlehensdokumentation Regelungen zur Bestimmung des den LIBOR ersetzenden Alternativ-Zinssatzes vorgibt.“

Aktuelle Dokumentationspraxis USA

Nach unserer Erfahrung wird bei Immobilienkrediten in den USA in der Regel keiner der ARRC-Ansätze 1:1 übernommen, es werden aber Elemente aus ihnen verwendet. So finden sich häufig die ARRC-typischen Definitionen der LIBOR-Ersatz-Ereignisse, das Prinzip einer Anpassungsmarge und der Verweis auf die Marktusancen zum Zeitpunkt des Ersatz-Ereignisses in typischen Darlehensklauseln. Selbst wenn eher ein Hardwired Approach verfolgt wird, wird nach unserer Erfahrung bisher nicht auf SOFR als potenziellen LIBOR-Ersatz-Referenzzinssatz verwiesen, sondern in der Regel auf den Ersatz-Referenzzinssatz, der zum gegebenen Zeitpunkt allgemein als Ersatz-Referenzzinssatz für Immobiliendarlehen in den USA verwendet wird.

Anders als in Europa sieht die Standard-US-Dokumentation für Immobiliendarlehen von jeher einen Alternativ-Zinssatz für den Fall vor, dass der LIBOR als Referenzzinssatz aufgrund von Verwerfungen im Interbankenmarkt (*market disruption*) vorübergehend oder gar nicht zur Verfügung steht oder nicht ermittelt werden kann (*no reasonable means exist for ascertaining LIBOR*) oder seine Verwendung verboten (*illegality*) wird bzw. die Refinanzierungskosten der finanzierenden Bank nicht mehr abdeckt. In den vorgenannten Fällen gilt anstelle des LIBOR regelmäßig ein Alternativ-Zinssatz, der häufig als Basis-Zinssatz (*base rate*) bezeichnet wird. Der Basis-Zinssatz entspricht dabei häufig (1) der im Wall Street Journal veröffentlichten US Prime Rate (ein „All-in“-Zinssatz für unbesicherte Kredite von Großbanken an ihre bevorzugte Kunden) oder der (2) Federal Funds Rate plus einer Zusatzmarge von 0,50–1,5 %, je nachdem, welcher der in (1) oder (2) genannten Zinssätze höher ist.

Ein wichtiger Unterschied zur LMA-Dokumentation besteht aber darin, dass – im Gegensatz zum LMA-Ansatz – in dem Fall, dass sich die Parteien im Rahmen des Amendment-Ansatzes nicht auf einen Ersatz-Referenzzinssatz einigen können, unter Standard-US-Dokumentation der Basis-Zinssatz als Alternativ-Zinssatz zur Verfügung steht. Der Alternativ-Zinssatz kann also aufgrund der Dokumentation bestimmt werden, ohne dass auf allgemeine Rechtsgrundsätze zurückgegriffen werden müsste.

PFANDBRIEFRECHTLICHE BETRACHTUNGEN

Sollen Anteile an syndizierten Immobiliendarlehen von einem Konsortium in die Deckung für Hypothekendarlehen gegeben werden, so wird in der Aufsichtspraxis verlangt, dass die im Konsortialvertrag oder Darlehensvertrag enthaltenen Regelungen über Mehrheitsentscheidungen (sog. *Majority Lender Clauses*) gewisse Mindestkriterien erfüllen. Danach wird verlangt, dass Konditionenänderungen nur einstimmig oder nicht gegen das Votum der Pfandbriefbank möglich sind. Zu den Darlehenskonditionen gehören auch der Zinssatz und seine Bestandteile, einschließlich des Referenzzinssatzes. Demnach sind Darlehensbestimmungen unproblematisch, die bei einem Wegfall des LIBOR einen bestimmten Ersatzzinssatz vorsehen oder aber die Bestimmung des Ersatzzinssatzes als einstimmige Entscheidung des Konsortiums ausgestalten. Dasselbe sollte gelten, wenn der Ersatzzinssatz anhand objektiver Kriterien zu bestimmen ist, auch wenn nur eine (qualifizierte) Zustimmung des Konsortiums hierfür notwendig ist. Denn im Kern geht es ja bei der Bestimmung lediglich darum, einen „Ersatz“ für den auslaufenden (oder einen unzuverlässig werdenden) Referenzzinssatz zu finden, der so weit wie möglich dem auslaufenden Referenzzinssatz entspricht, und nicht etwa um die Bestimmung gänzlich „neuer“ Konditionen. Am Ende gehen wir vorsichtig davon aus, dass sich – unterstützt von den jeweiligen offiziellen Arbeitsgruppen der betroffenen Länder – eine überwiegend einheitliche Marktpraxis herauskristalisieren wird, sodass bei der Umstellung der Ersatzzinssatz (und die Anpassungsmarge) relativ klar vorgegeben sein wird, ohne dass es wesentlich auf Mehrheiten im Konsortium ankommen wird. Besonderheiten (wie z.B. Zins-Floors, Mindestmargen etc.) werden für Ersatzreferenzzinssätze regelmäßig auch schon in der aktuellen Dokumentation festgehalten.

AUSBLICK

In der Eurozone bleibt abzuwarten, ob der aufgrund der neuen EURIBOR-Methodik ermittelte EURIBOR die an ihn gestellten Erwartungen erfüllt und tatsächlich stärker transaktionsbasiert und damit manipulations sicherer ist. Sollte dies nicht der Fall sein, so könnte auch der vom ARRC in den USA verfolgte Ansatz, eine *risk-free rate* (dort der SOFR, in England SONIA) als Referenzzinssatz zu etablieren, auch in der Eurozone stärkeren Zuspruch finden. Referenzzinssatz wäre dann der €STR. In den USA wird es auf einen SOFR-basierten Ersatz-Referenzzinssatz für den LIBOR hinauslaufen, in England auf SONIA. Auf der Dokumentations Ebene setzt man in Europa bei syndizierten LIBOR-Darlehen nach LMA-Muster auf einen Nachtragsansatz, bei dem Darlehensnehmer, Konsortialführer und eine Mehrheit der Konsorten dem Ersatz-Zinssatz zustimmen müssen. Ähnlich wird in den USA in der Vertragspraxis häufig auf einen Amendment Approach abgestellt, wobei im Fall der Nichteinigung – anders als in Europa – der Basis-Zinssatz (*base rate*) bereits heute als Ersatz-Zinssatz zur Verfügung steht.



Dr. Sebastian Kaufmann

Frankfurt am Main

skaufmann@kslaw.com



Risikodiversifikation

Gesetzliches Fundament der
kollektiven Vermögensanlage?



EINLEITUNG

Ein fundamentaler Grundsatz der Vermögensanlage ist die Risikodiversifikation. Dies gilt insbesondere auch für die kollektive Vermögensanlage, mithin die treuhänderische Verwaltung fremder Gelder, etwa durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG). Dabei versteht sich Risikodiversifizierung grundsätzlich als die Anlage eines Vermögens in verschiedene Vermögensgegenstände zum Ausgleich von Gewinnchancen und Verlustrisiken. Die Kehrseite der Diversifikation sind indes eine verhältnismäßig geringere Spezialisierung und (damit möglicherweise verbundene) Effizienz der Anlage, welche sich wiederum mindernd auf die Rendite auswirken kann. Dementsprechend ist eine bestmögliche Korrelation zwischen Diversifikation und Spezifikation zu erstreben, ökonomisch abzielend auf die Erwirtschaftung optimaler *risk-adjusted returns*. Diesem Spannungsverhältnis Rechnung tragend sieht schon der Gesetzgeber gewisse Grenzen für die Vermögensanlage von Investmentfonds vor, wobei der Grundsatz der Risikomischung sowohl im Aufsichtsrecht als auch im Steuerrecht Bedeutung hat. Dass dieser Grundsatz allerdings nicht strikt über die gesamte Laufzeit eines Investmentfonds mit dem Investitionsschwerpunkt Immobilien eingehalten werden kann, ist offensichtlich und verlangt nach Ausnahmen.

AUFSICHTSRECHT

Aufsichtsrechtlich wurde der Grundsatz der Risikomischung entwickelt als ein Ausfluss aus der Verpflichtung, Investmentfonds im Sinne eines wirksamen Anlegerschutzes mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu verwalten, wobei (ordentliche) Kaufleute schon seit jeher erstreben, ihre Risiken zu streuen, indem sie ihre Investitionen diversifizieren und etwa nicht sämtliche Waren mit einem einzigen Schiff transportieren.

Das Aufsichtsrecht nennt an verschiedenen Stellen im KAGB ausdrücklich den Grundsatz der Risikomischung, statuiert jedoch keine Legaldefinition. Des Weiteren findet dieser Grundsatz Niederschlag in diversen einzelgesetzlichen Regelungen, insbesondere zu Anlagegrenzen. Dabei wird allerdings nicht hinreichend klar zwischen Publikums-Investmentfonds und Spezial-Investmentfonds differenziert, auch wenn sich Ansätze hierfür finden. Dem muss insbeson-

dere im Wege der Auslegung Rechnung getragen werden, da das Schutzbedürfnis (semi)professioneller und damit erfahrener Anleger, die gegebenenfalls selbst einer Regulierung unterworfen sind, sicher nicht gleichermaßen hoch ist wie das für das investierende allgemeine Publikum, also Privatanleger, die einem umfassenderen Schutz zugeführt werden müssen.

Publikums-Immobilienfonds

Für **offene** Publikums-Immobilienfonds (also Immobilien-Sondervermögen) sieht das KAGB hinsichtlich der Anforderungen an die Risikomischung konkrete Erwerbsgrenzen bezogen auf die Art der zu erwerbenden Grundstücke und grundstücksgleichen Rechte vor. Des Weiteren ist in § 243 KAGB eine Regelung zur Beschränkung der relativen Größe von Immobilien enthalten. Danach darf der Wert einer Immobilie zur Zeit des Erwerbs 15 % des Bruttowertes des Sondervermögens nicht übersteigen; ferner darf der Gesamtwert aller Immobilien des Portfolios, deren einzelner Wert mehr als 10 % des Bruttowertes des Sondervermögens beträgt, 50 % des Bruttowertes des gesamten Sondervermögens nicht übersteigen. Diese Anlagegrenzen gelten allerdings erst dann, wenn seit dem Zeitpunkt der Bildung des Sondervermögens eine Frist von vier Jahren verstrichen ist. Es wird also eine Anlaufphase entsprechend berücksichtigt, in welcher es einem Immobilienfonds (insbesondere zeitnah nach dessen Auflage) in der Regel nicht möglich ist, eine hinreichende Diversifizierung seines Portfolios zu erreichen. Auch während einer Aussetzung der Anteilscheinrücknahme beim Vorliegen außergewöhnlicher Umstände (z. B. wenn die KVG die Kündigung der Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens erklärt hat) sind vorgenannte Grenzen nicht anzuwenden, soweit die Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens es erfordert, dass diese Vorschriften im Interesse der Anleger nicht angewendet werden. Dies betrifft insbesondere Fälle der Abwicklung eines Immobilien-Sondervermögens. Für offene Publikumsfonds normiert § 214 KAGB des Weiteren generell (d.h. zusätzlich zur Einhaltung der Anlagegrenzen), dass diese nach dem Grundsatz der Risikomischung, ohne dies zu definieren, angelegt sein müssen. Die BaFin hat sich hierzu noch zum InvG und nur bezogen auf ausländische Investmentvermögen geäußert, die Grundsätze wurden und

„Da das geschlossene Spezial-Sondervermögen keiner Risikomischung unterliegt, besteht hier insbesondere ein Vorteil gegenüber entsprechenden luxemburger Produkten.“

werden aber in der Verwaltungspraxis weiterhin und insbesondere auch für inländische Investmentvermögen angewendet. Danach liegt regelmäßig eine Risikomischung dann vor, wenn das Vermögen eines Fonds zum Zwecke der Risikostreuung in mehr als drei Vermögensgegenstände (quantitatives Element) mit unterschiedlichen Anlagerisiken (qualitatives Element) angelegt ist; dabei darf die prozentuale Gewichtung der einzelnen zu Anlagezwecken gehaltenen Vermögensgegenstände umso weniger auseinander fallen, je weniger Vermögensgegenstände ein Fonds hält, wobei Vermögensgegenstände, die direkt oder indirekt von der gleichen Wertentwicklung abhängig sind und damit nahezu identische Anlagerisiken aufweisen, zu addieren sind. Auch wenn dies gesetzlich nicht so vorgesehen ist, können diese weiteren Anforderungen während der vorgenannten Anlaufphase und auch während der Abwicklung eines Immobilien-Sondervermögens sinnvollerweise und in Analogie zu den Regelungen zur Anlaufphase und Abwicklung betreffend die gesetzlich vorgesehenen Anlagegrenzen nicht gelten. Auch ein Unterschreiten der geforderten Anlageobjekte muss zulässig sein, wenn beispielsweise günstige Verkaufsoportunitäten vorliegen, da die KVG stets und ausschließlich im Interesse der Anleger zu handeln verpflichtet ist.

Gemäß § 262 KAGB soll auch ein **geschlossener** Publikums-(Immobilien)fonds nach dem Grundsatz der Risikomischung investieren, wobei hiervon unter gewissen engen Voraussetzungen abgewichen werden kann. Ferner weichen auch die Anforderungen an die Risikomischung von den zuvor für offene Publikums-Immobilienfonds genannten inhaltlich ab. Danach gilt der geschlossene Publikumsfonds grund-

sätzlich dann als risikogemischt, wenn entweder in mindestens drei Sachwerte (wie Immobilien) investiert wird und deren Werte im Wesentlichen gleichmäßig verteilt sind, oder bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist. Letzteres kann auch bei einem Investment in lediglich eine Immobilie erfüllt sein, wenn es beispielsweise eine ausreichende Anzahl an Mietern mit unterschiedlichen Profilen (z.B. unterschiedliche Nutzungsart, Branchenzugehörigkeit, Bonität, mietvertragliche Regelungen wie Mietlaufzeit) gibt, d. h. der klassische Einzelobjekt-Fonds, den es bereits vor der Regulierung durch das KAGB gab, soll hierdurch weiterhin ermöglicht werden. Der geschlossene Publikumsfonds hat allerdings lediglich 18 Monate nach Beginn des Vertriebs, um risikogemischt investiert zu sein. Unseres Erachtens muss dies gleichfalls in der Abwicklungsphase trotz fehlender gesetzlicher Regelung gelten. Eine Ausnahme vom Erfordernis der Risikomischung kommt dann zur Anwendung, wenn die Anteile am geschlossenen Publikumsfonds ausschließlich von im Grunde semi-professionellen Anlegern im Sinne von § 1 Abs. 19 Nr. 33 a) KAGB erworben werden, die sich verpflichten, mindestens EUR 20.000 zu investieren; in solchen Fällen wird auf die Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung verzichtet.

Spezial-Immobilienfonds

Auch für Spezial-Investmentfonds, also für solche Fonds, an denen lediglich professionelle und semiprofessionelle Anleger beteiligt sein dürfen, sieht das KAGB teilweise Anforderungen betreffend die Risikomischung vor.

Ausgenommen hiervon sind **geschlossene** Spezial-Immobilienfonds, für die das Kriterium Risikomischung im KAGB nicht vorgesehen ist, so dass in dieser Struktur auch die Auflegung eines geschlossenen Spezial-Immobilienfonds mit nur einem Vermögensgegenstand, also einer Immobilie, grundsätzlich ohne weitere Anforderungen an diese mit Ausnahme von deren Bewertbarkeit möglich ist. Sehr erfreulich ist, dass nach dem Regierungsentwurf des Fondsstandortgesetzes (FoStoG) geschlossene Spezial-AIF künftig auch als Sondervermögen aufgelegt werden dürfen (d.h. geschlossenes Spezial-Sondervermögen), was die Produktpalette deutscher Fondsverwalter erweitert und damit den Finanzstandort Deutschland wettbewerbsfähiger macht.

Da das geschlossene Spezial-Sondervermögen keiner Risikomischung unterliegt, besteht hier insbesondere ein Vorteil gegenüber entsprechenden luxemburger Produkten.

Für **offene** Spezial-Immobilienfonds gelten grundsätzlich die gleichen Regelungen zur Risikomischung wie für offene Publikums-Immobilienfonds, allerdings kann von den Anlagegrenzen mit Zustimmung der Anleger abgewichen werden; in der Praxis werden in der Regel diese Anlagegrenzen in den Anlagebedingungen abbedungen. Gleichwohl müssen gemäß § 282 Abs. 1 KAGB auch die Mittel eines offenen Spezial-Immobilienfonds nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt werden, der im KAGB für Spezial-(Immobilien)fonds nicht definiert ist. Nach der oben dargestellten Verwaltungspraxis der BaFin liegt regelmäßig eine Risikomischung dann vor, wenn das Vermögen eines Fonds zum Zwecke der Risikostreuung in mehr als drei Vermögensgegenstände (quantitatives Element) mit unterschiedlichen Anlagerisiken (qualitatives Element) angelegt ist. Hier drängt sich die Frage auf, warum für offene Spezial-Immobilienfonds überhaupt eine Risikomischung gelten soll, die für geschlossene Spezial-Immobilienfonds offenkundig nicht gilt, und wenn dies denn der Fall sein soll, warum die Kriterien auch noch strikter sein sollen als diejenigen für geschlossene Publikums-(Immobilien)fonds, bei denen das quantitative und das qualitative Element alternativ, aber nicht kumulativ (wie jedoch von der BaFin gefordert) gelten, und dies trotz der grundsätzlichen Möglichkeit für Anleger an offenen Spezial-Immobilienfonds, die Anteile zurückzugeben, was bei geschlossenen Fonds ausgeschlossen ist. Vor diesem Hintergrund sind wir der Auffassung, dass bei der Auslegung des Begriffs der Risikomischung für offene Spezial-Immobilienfonds auch die sonstigen Regelungen des KAGB zur Risikomischung, nämlich die für geschlossene Fonds, herangezogen werden sollten, die es (wie auch die Regulierung der geschlossenen Fonds) noch nicht gab, als die BaFin die vorgenannten Kriterien aufgestellt hat, d.h. das quantitative und das qualitative Element sollten nur alternativ Anwendung finden, was dem Schutzniveau von (semi)professionellen und damit entsprechend erfahrenen Anlegern sicher in ausreichendem Maße Rechnung trägt. Dies würde vor allem auch berück-

sichtigen, dass während der Laufzeit eines Immobilienfonds nicht immer mehr als drei Objekte gehalten werden, weil es Marktgegebenheiten und spezielle Situationen geben kann, die zu derartigen Folgen führen können wie beispielsweise die aktuelle Marktlage und Verkaufsoportunitäten. Selbst eine Investition in einen einzigen Vermögensgegenstand kann danach das Erfordernis der Risikomischung erfüllen, soweit dieser selbst risikodiversifiziert ist. Da die BaFin im Übrigen in ihrer Verlautbarung davon spricht, dass eine Risikomischung regelmäßig dann vorliegt, wenn bestimmte Kriterien erfüllt sind, heißt dies im Umkehrschluss, dass auch bei Nichtvorliegen der erwähnten Erfordernisse eine Risikomischung gegeben sein kann (aber auch, dass trotz Vorliegens der erwähnten Erfordernisse eine Risikomischung nicht gegeben sein kann, z.B. wenn die prozentuale Gewichtung bei wenigen Anlageobjekten stark voneinander abweicht).

Wir sind weiterhin der Meinung, dass der Grundsatz der Risikomischung in der Anlaufphase und Abwicklung eines offenen Spezial-Immobilienfonds wie bei den offenen Publikums-Immobilienfonds und teilweise in Anlehnung an die Aussagen der Finanzverwaltung hierzu (siehe unten) keine Anwendung findet. Zwar wird bei der Abwicklung eines offenen Spezial-Immobilienfonds in der Regel die KVG nicht dessen Verwaltung kündigen (dann lägen außergewöhnliche Umstände für die Aussetzung der Anteilscheinrücknahme vor, währenddessen diverse Vorschriften zur Risikomischung nicht eingehalten werden müssen), da üblicherweise mit den Anlegern die Abwicklung vertraglich geregelt wird und dabei ein Übergang des Fonds auf die Verwahrstelle vermieden werden soll; unseres Erachtens ist dieser Fall aber dem der Kündigung der Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens gleichzusetzen, da Sachlage und Intention identisch sind, nämlich den Fonds abzuwickeln. Daher wäre es nicht sachgerecht, allein auf das Erfordernis der Kündigung der Verwaltung des Sondervermögens abzustellen und den Fall einer andersartigen Abwicklung trotz gleicher Zielsetzung anders zu behandeln.

Zu erwähnen ist hier noch, dass nach dem FoStoG für offene Immobilienfonds als Spezialfonds zukünftig neben dem

Sondervermögen auch die Rechtsform der offenen Investmentkommanditgesellschaft zulässig sein soll, was mit Blick auf die hierdurch erweiterte Produktpalette der Fondsanbieter im Spezialfondsbereich und die Attraktivität des Fondsstandortes Deutschland sehr begrüßenswert ist. Die obigen Ausführungen zu offenen Spezial-Immobilienfonds gelten hierfür gleichermaßen.

STEUERLICHE WÜRDIGUNG DER RISIKOMISCHUNG

Auch für das Investmentsteuerrecht hat der Grundsatz der Risikomischung eine essentielle Bedeutung. In § 26 InvStG werden verschiedene Anforderungen an die Qualifikation eines Spezial-Investmentfonds im investmentsteuerlichen Sinne gestellt. In diesem Zusammenhang ist festzuhalten, dass die investmentsteuerliche und die aufsichtsrechtliche Definition des Spezial-Investmentfonds voneinander abweichen können. Die Qualifikation nach dem InvStG hat eine erhebliche Bedeutung für die steuerliche Behandlung des Investmentfonds, denn nur unter diesen Maßgaben besteht auch weiterhin die Möglichkeit (im Sinne eines faktischen Wahlrechts) einer transparenten Behandlung des Investmentfonds für steuerliche Zwecke. In diesem Zusammenhang konstatiert § 26 Nr. 3 InvStG ausdrücklich, dass das Vermögen eines Spezial-Investmentfonds nach dem Grundsatz der Risikomischung anzulegen ist. Nach Satz 2 dieser Regelung liegt regelmäßig dann eine Risikomischung vor, wenn das Vermögen in mehr als drei Vermögensgegenstände mit unterschiedlichen Anlagerisiken angelegt ist (und entspricht damit im Grunde den von der BaFin aufgestellten Anforderungen). Dieses Regelbeispiel enthält also eine quantitative Betrachtung, nämlich die „Zählobjekte“, und ein qualitatives Element, nämlich die unterschiedlichen Anlagerisiken, z.B. nach der Asset Klasse der Immobilien, der wirtschaftlichen Bonität der Mieter, der unterschiedlichen Laufzeit von Mietverträgen, nach Marktrisiken, nach nationalen, internationalen oder sonstigen regionalen Gegebenheiten, nach Währungsrisiken oder nach Ertragschancen. Dementsprechend ist festzuhalten, dass die Erfüllung dieser Anforderungen eine hinreichende Risikodiversifizierung der Vermögensanlage indiziert, eine solche sich aber auch – eben abweichend vom Regelbeispiel – durch eine andere Ausprägung und Gewichtung der

einzelnen Kriterien ergeben kann. Nur eine solche Auslegung, Prüfung und Ausgestaltung anhand des jeweiligen Einzelfalls wird der (gesetzlichen) Charakterisierung eines Regelbeispiels gerecht. Ferner kommt es für die Beurteilung qualitativer Anlagerisiken der Assetklasse Immobilien in erster Linie auf deren Nutzungszweck (also Gewerbe, Büro, Wohnen etc.), die Berücksichtigung unterschiedlicher Märkte, die geographische Lage sowie etwaige Währungsrisiken, die existierende beziehungsweise geplante Mieterstruktur und letztlich auch die Laufzeit der einzelnen Mietverhältnisse an. Insgesamt sind also im Rahmen der Feststellung, ob eine Risikodiversifikation gewährleistet ist, zahlreiche Kriterien zu berücksichtigen. Vor allem ist unseres Erachtens nicht zwingend strikt an dem quantitativen Element festzuhalten. Somit kann ggf. ein Objekt, welches für verschiedene Nutzungen vorgesehen ist bzw. unterschiedlich genutzt wird (mixed-use), mehr zur Diversifikation beitragen als beispielsweise vier nebeneinander belegene Einfamilienhäuser in einer deutschen C-Lage. Dieser Umstand muss also zwingend auch im Rahmen der Auslegung und Subsumtion betreffend das Merkmal Risikodiversifikation berücksichtigt werden.

In diesem Zusammenhang ist allerdings festzuhalten, dass der Begriff des Vermögensgegenstandes im InvStG nicht legaldefiniert wird. In § 26 Nr. 4 InvStG erfolgt aber zumindest eine Auflistung verschiedener Vermögensgegenstände, in die mindestens 90 % des Wertes des (Spezial-)Investmentfonds zu investieren sind.

Danach würde unter anderem also auch Liquidität etwa in Form eines Bankguthabens im Rahmen des Grundsatzes der Risikomischung als separater Vermögensgegenstand gelten, wenn und soweit diese Liquidität Anlagezwecken dient und nicht etwa allein für die Erfüllung von Rückgabeverlangen des/der Anleger/s vorgehalten wird. Wenn also eine Immobilie veräußert wird und der hierfür erhaltene Geldbetrag als Bankguthaben bis zur Reinvestition angelegt wird, so kann dieser Betrag als ein für die Risikomischung grundsätzlich qualifizierender Vermögensgegenstand für die Beurteilung des Vorliegens einer Risikomischung einbezogen werden, soweit dieser in Relation zum Gesamtinvestitions-

volumen/Wert des Investmentfonds nicht nur einen unerheblichen Betrag ausmacht.

In zeitlicher Hinsicht ist festzuhalten, dass die Risikodiversifikation grundsätzlich für die gesamte Lebensdauer des Spezial-Investmentfonds einzuhalten ist. Daraus resultieren allerdings verschiedene Schwierigkeiten, insbesondere für Investmentfonds mit dem Anlageschwerpunkt Immobilien. Mit einem Schreiben vom 20. Januar 2021 hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) unter anderem zur Auslegung des Grundsatzes der Risikomischung im Sinne von § 26 Nr. 3 InvStG Stellung genommen. Danach wird die Finanzverwaltung grundsätzlich und systematisch zutreffend etwa nicht beanstanden, wenn in der Anfangsphase und auch in der Liquidationsphase eines Spezial-Investmentfonds die Risikomischung nicht eingehalten wird, was für die Assetklasse Immobilie unter anderem ob seiner Fungibilität und seines Volumens unerlässlich ist. In diesen Phasen ist regelmäßig keine strikte Einhaltung der Risikodiversifikation möglich. Vielmehr wird von der Finanzverwaltung für Immobilienfonds betreffend die Anfangsphase auf die für das Aufsichtsrecht geltende vierjährige Frist verwiesen. Sollte allerdings beispielsweise in dieser Anlaufphase die Risikodiversifizierung nicht erreicht worden sein, so besteht für den Spezial-Investmentfonds zumindest noch die Möglichkeit nachzuweisen, dass er aus nicht selbst zu vertretenden Gründen an der Einhaltung der Risikomischung gehindert war trotz der Absicht zur Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung. Ein solches Szenario bringt dann allerdings einen erheblichen Begründungsaufwand mit sich und verlangt insgesamt eine transparente und umfassende Dokumentation.

Betreffend den Beginn der Liquidationsphase stellt das BMF in oben genanntem Schreiben grundsätzlich auf die Kündigung der Verwaltung des Investmentfonds durch die KVG ab. Auch hier sind wir wie aufsichtsrechtlich der Meinung, dass die speziellen Abwicklungsmodalitäten von Spezial-Investmentfonds berücksichtigt werden müssen, nach denen in der Regel trotz Abwicklung keine Kündigung der Verwaltung des Investmentfonds durch die KVG erfolgt; letztlich hat das BMF ein solches (alternierendes) Szenario in das Schreiben aufgenommen, wonach auch der plan-

mäßige Abverkauf der Immobilien eines Investmentfonds auf Grundlage eines tatsächlich durchgeführten Abwicklungsbeschlusses ohne vorherigen Übergang des Verwaltungsrechts auf die Verwahrstelle als Abwicklungsphase betrachtet wird. Ein solcher Beschluss ist innerhalb von drei Monaten den zuständigen Finanzbehörden mitzuteilen.

Darüber hinaus skizziert das BMF noch weitere Szenarien, bei denen ebenfalls die Nichteinhaltung der Risikodiversifikation unschädlich ist, allerdings nur, wenn es sich dabei um eine Übergangsphase handelt und eine hinreichende Risikomischung unverzüglich nach Beendigung dieser jeweiligen Phase wiederhergestellt wird. Diese Ausnahmen behandeln explizit die Fälle, dass

- ein Anleger mehr als 49 % der Anteile an einem Spezial-Investmentfonds zurückgibt,
- ein Investmentfonds auf einen anderen Investmentfonds verschmolzen wird und zur Vereinfachung der technischen Abwicklung noch vor Verschmelzung die Vermögensgegenstände des übertragenden Investmentfonds veräußert werden, so dass der übernehmende Investmentfonds lediglich Bankguthaben aus der Übertragung erhält,
- eine grundlegende Änderung der Anlagestrategie zu einer weitgehenden Veräußerung der bisherigen Vermögensgegenstände führt.

Diese Fälle sind jedoch nicht als eine abschließende Aufzählung anzusehen, sondern vielmehr als Regelbeispiele zu qualifizieren. Anhand dieser Systematik und den vorstehenden Erwägungen sind somit auch für andere Einzelfälle sachgerechte Lösungen bei einem (rein formalen) Verstoß gegen das Kriterium der Risikomischung zu begründen. Dies kann etwa dann der Fall sein, wenn der Spezial-Investmentfonds auf günstige Verkaufsoportunitäten im Markt reagiert und dadurch zeitweise unter die quantitative Grenze der jedenfalls nur grundsätzlich erforderlichen vier „Zählobjekte“ gerät.

RESÜMEE

Es bleibt nunmehr abschließend festzuhalten, dass dem Grundsatz der Risikomischung sowohl im Rahmen des Aufsichtsrechts als auch für das Investmentsteuerrecht eine erhebliche Bedeutung zukommt. Kritisch sind in diesem Zusammenhang stets die Phasen, in denen sich eine Diversifizierung des Portfolios des Investmentfonds schwer umsetzen lässt wie der Anfangs- und Liquidationsphase. Des Weiteren sind die gesetzlichen Anforderungen an die Risikomischung uneinheitlich und unklar, und Gesetzgeber bzw. Verwaltung trennen nicht ausreichend zwischen Publikums- und Spezial-Immobilienfonds und setzen bei offenen und geschlossenen Immobilienfonds in nicht nachvollziehbarer Weise unterschiedliche Maßstäbe betreffend die Risikomischung. Dies führt in der Praxis bei Immobilienfonds zu erheblichen Schwierigkeiten, insbesondere vor dem Hintergrund der weitreichenden Konsequenzen für den Fall einer Nichteinhaltung des Grundsatzes der Risikomischung. Daher wäre es wünschens-

wert, dass seitens der aufsichtsrechtlichen und investmentsteuerlichen Verwaltung – bei letzterer im Sinne einer Weiterentwicklung des aktuellen BMF-Schreibens vom 20.01.2021 – vernünftige und praxisnahe Erwägungen bei der Behandlung fraglicher Sachverhalte betreffend die Risikomischung Berücksichtigung finden, insbesondere bei offenen Spezial-Immobilienfonds mit Blick auf das entsprechend geringere Schutzbedürfnis der Anleger und dem Vergleich zum geschlossenen Spezial-Immobilienfonds.

Um mit den Worten von Warren Buffett zu sprechen:

Wide diversification is only required when investors do not understand what they are doing!



Alexandra Weis*

Frankfurt am Main
aweis@kslaw.com

Dieser Beitrag wurde zusammen mit unserem Associate **Marcel Schuster erstellt, dem ich für seine Unterstützung außerordentlich danke – er ist und bleibt sehr präsent in unser aller Gedanken!*



Leverage von Investitionen eines Spezial- Investmentfonds im Spannungsverhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Steuerrecht

Gesetzlich angelegter Spagat oder nicht
gewünschte „Rosinenpickerei“?



EINLEITUNG

Investmentfonds waren bereits in der Vergangenheit in Deutschland einer zunehmenden Regulierung unterworfen und auch seit der letzten grundlegenden Reformierung der Besteuerung von Investmentfonds zu Beginn des Jahres 2018 hatte die Tinte kaum Zeit zu trocknen, bis zum Teil grundlegende Klärungsfragen aufkamen und bislang nur teilweise durch mitunter sehr umfangreiche Auslegungsschreiben des Bundesministeriums der Finanzen – zuletzt mit Datum vom 20. Januar 2021 – beantwortet wurden. Die rechtliche Strukturierung von Investmentfonds erfolgt in erster Linie unter Beachtung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) und des Investmentsteuergesetzes (*InvStG*) – stets in enger und konstruktiver Abstimmung mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (*BaFin*) und gegebenenfalls mit den Finanzbehörden (etwa für den Fall eines Antrags auf Erteilung einer verbindlichen Auskunft).

Dabei verfolgen – und dies wird für die nachfolgenden Rückschlüsse von zentraler Bedeutung sein – das Aufsichtsrecht und das Investmentsteuerrecht im Kern unterschiedliche Zielrichtungen, obgleich beide Regime systematisch dem öffentlichen Recht zuzuordnen sind. Das Investmentrecht dient grundsätzlich dem Anlegerschutz sowie der Kontrolle der in Investmentvehikeln verwalteten Gelder und dem Schutz des Finanzmarkts selbst vor systemischen Risiken. Im Gegensatz dazu zielt das Steuerrecht seinem Wesensgehalt nach grundsätzlich darauf ab, eine gleichmäßige Besteuerung nach den Grundsätzen der Leistungsfähigkeit sicherzustellen. Ziel des Investmentsteuerrechts ist es dabei, im Speziellen zu gewährleisten, dass Fondsanleger und Direktanleger grundsätzlich einer möglichst identischen Steuerbelastung unterworfen werden.

Aus dieser Differenzierung beider für die Strukturierung von Investmentfonds relevanten Regime resultieren zwangsläufig divergierende Interpretationen einzelner „Schutzregelungen“, was nachfolgend anhand des sehr praxisrelevanten Aspekts der Finanzierungsgrenzen detailliert aufgezeigt werden soll. Für etwas (positive) Bewegung könnte hier nun auch der im Januar 2021 beschlossene Entwurf der Bundesregierung für ein „klangvolles“ Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland (*Fondsstandortgesetz* – „*FoStoG*“) sorgen.

DIE HÖHE DES LEVERAGE ALS ÖKONOMISCHER TREIBER VON INVESTMENTS

Historisch niedrige Zinsen und die dadurch sicher mitverursachten erheblichen Preisentwicklungen am deutschen Immobilienmarkt führen dazu, dass die Finanzierungsquote von Immobilieninvestments – die sogenannte *LTV-Ratio* (also der Quotient aus dem Darlehensbetrag im Verhältnis zum Beleihungswert) – eine sehr erhebliche Bedeutung erlangt hat. Der *LTV* wird zum substantziellen Renditetreiber für Investitionen. Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung der gegenwärtig immer noch sehr niedrigen Kosten für Fremdkapital.

Aus juristischer Hinsicht bedarf es einer Bewertung der Beleihungsgrenze aus zwei im Kern völlig unterschiedlichen Perspektiven: Einerseits ist eine Begrenzung des *Leverage* im Hinblick auf den durch das Investmentrecht zu gewährleistenden Anlegerschutz zwar nachvollziehbar; demgegenüber indiziert eine hohe Finanzierung bei steuerlicher Betrachtungsweise allerdings grundsätzlich eine gewerbliche Qualifikation der Einkünfte; dem Anlegerschutz soll das Steuerrecht nämlich gerade nicht dienen. Dennoch – und darauf nimmt die Gesetzesbegründung explizit auch Bezug – sieht der Gesetzgeber sowohl für den Anlegerschutz als auch für die Indizierung einer Gewerblichkeit im Grunde genommen eine einheitliche Beleihungsgrenze in derselben Höhe vor.

LEVERAGE UNTER BEACHTUNG DES AUFSICHTSRECHTS

Die für ein offenes inländisches Spezial-Investmentvermögen mit festen Anlagebedingungen in Form eines Sondervermögens („Spezial-Investmentfonds“) aufgenommenen langfristigen Finanzierungen dürfen nach Maßgabe des § 284 KAGB insgesamt 50 % des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien nicht überschreiten.

Eine gewisse Erhöhung des *Leverage* in der Fondsstruktur könnte allerdings dann in Betracht kommen, wenn der deutsche Spezial-Investmentfonds seine Investition über ein offenes EU-Spezial-Investmentvermögen tätigt, beispielsweise in der Struktur eines für institutionelle Anleger konzipierten, offen gestalteten luxemburgischen RAIF (*Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund*,

„Eine Abweichung der maximalen Höhe der Beleihungsgrenze für Finanzierungen dürfte aber auch insoweit unschädlich sein, als unserer Auffassung nach auf Ebene des Lux-RAIF aufgenommene Kredite auf der deutschen Ebene des Spezial-Investmentfonds nicht zu berücksichtigen sind.“

nachfolgend als „Lux-RAIF“ bezeichnet) etwa in der Rechtsform einer SCS (*Société en Commandite Simple*), die nach deutschem Verständnis einer (einfachen) Kommanditgesellschaft entspricht. Der Lux-RAIF ist dann als offenes EU-Spezial-Investmentvermögen zu qualifizieren, wenn er in seiner Strukturierung einem offenen inländischen Spezial-Investmentvermögen nach Maßgabe von § 284 KAGB vergleichbar ausgestaltet ist. Hierbei ist allerdings zu betonen, dass der Grundsatz der Vergleichbarkeit nicht zwingend die exakte Übereinstimmung jedes einzelnen, das Investmentvermögen charakterisierenden Merkmals voraussetzt. Vielmehr genügt im Wesentlichen eine strukturelle Ähnlichkeit der Investmentvermögen sowie der Zusammensetzung des Portfolios im Hinblick auf die Anlagegegenstände und -grenzen des jeweiligen Investmentvermögens. Die Regulierung eines Lux-RAIF sieht grundsätzlich – entsprechend der nach deutschem Recht geltenden Regulierung des Spezial-Investmentfonds – eine quantitative Begrenzung der Fremdkapitalaufnahme vor. Sofern diese dem Grunde nach dem deutsch-rechtlichen Regime entspricht, ist sie als vergleichbar zu qualifizieren, auch wenn eine exakte quantitative Übereinstimmung der Beleihungsgrenze für Finanzierungen darin nicht abgebildet ist.

Eine Abweichung der maximalen Höhe der Beleihungsgrenze für Finanzierungen dürfte aber auch insoweit unschädlich sein, als unserer Auffassung nach auf Ebene des Lux-RAIF aufgenommene Kredite auf der deutschen Ebene des Spezial-Investmentfonds nicht zu berücksichtigen sind. Dies resultiert einerseits daraus, dass es im vorbeschriebenen Konstrukt an einer § 254 Abs. 2 KAGB entsprechenden gesetzlichen Regelung fehlt, also einer ausdrücklich angeordneten Durchschau auf eine nachgeordnete gesellschaftliche Ebene innerhalb der Struktur. Andererseits folgt dies aus

der Marktpraxis, dass bei für Liquiditätszwecke gehaltenen Anlagen keine Hochrechnung von den diesen Liquiditätsanlagen innewohnenden Krediten erfolgt.

STEUERRECHTLICHE EINSCHRÄNKUNGEN IN BEZUG AUF DIE ZULÄSSIGKEIT DER KREDIT- AUFNAHME

Überdies erfordert die Strukturierung eines Investmentfonds die Berücksichtigung der steuerlichen Maßgaben. Sofern ein Investmentfonds also als Spezial-Investmentfonds qualifizieren soll, ist der Anforderungskatalog des § 26 InvStG zu beachten. Danach darf der Investmentfonds nicht wesentlich gegen die in dieser Vorschrift geregelten Voraussetzungen verstoßen. Unter anderem darf nach § 26 Nr. 7 InvStG ein Kredit nur kurzfristig und nur bis zu einer Höhe von 30 % des Wertes des Investmentfonds aufgenommen werden. Sofern allerdings der Investitionsschwerpunkt des Investmentfonds auf Immobilien liegt, dürfen kurzfristige Kredite bis zu einer Höhe von 30 % des Wertes des Investmentfonds und im Übrigen Kredite bis zu einer Höhe von 50 % des Verkehrswertes der unmittelbar oder mittelbar gehaltenen Immobilien aufgenommen werden. Eine höhere Beleihungsgrenze für Immobilienfonds ist dadurch gerechtfertigt, dass hierbei regelmäßig langfristige Investitionen getätigt werden, bei denen eine höhere Fremdfinanzierungsquote in der Praxis üblich ist und auch aufsichtsrechtlich unter Berücksichtigung des Anlegerschutzes keinen Bedenken begegnet.

Das Wort „dürfen“ in dieser Vorschrift bezieht sich hier explizit auf den Investmentfonds selbst, sodass aus dem Wortlaut hergeleitet werden kann und u. E. auch zwingend hergeleitet werden muss, dass die Begrenzung der Finanzierung nur die Kreditaufnahme auf Ebene des Investmentfonds selbst betrifft. Höchstrichterlich oder durch die Finanzverwaltung

wurde diese mitunter entscheidende Fragestellung bisher jedoch noch keiner abschließenden Klärung zugeführt.

Die Ratio für die Begrenzung der Finanzierung ist ausweislich der seinerzeitigen Begründung zum Gesetzesentwurf eines Gesetzes zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes und anderer Gesetze an das AIFM-Umsetzungsgesetz vom 8. November 2013 (hier auf Seite 42) der Leitgedanke, dass ein Investmentfonds primär dazu diene, Anlegergelder zu verwalten, und damit grundsätzlich eine vermögensverwaltende Tätigkeit entfalte. Dementgegen soll eine hohe, langfristige Fremdfinanzierung zur Hebelung von Investitionen als Indiz für eine gewerbliche Tätigkeit angesehen werden. Diese Regelung dient also gerade nicht dem Anlegerschutz oder der Begrenzung potenzieller Marktrisiken, sondern vielmehr in erster Linie dazu, eine gewerbliche Tätigkeit auch als solche zu qualifizieren und entsprechend der Gewerbesteuer zu unterwerfen. Die gewissermaßen inkonsistente Zuordnung – die richtige Verortung dieser Frage wäre sicher bei der aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung von Vermögensgegenständen im Rahmen des heutigen § 15 Abs. 2 und 3 InvStG vorzunehmen gewesen – darf schlechterdings nicht dazu verleiten, den Willen des Gesetzgebers zu gering zu gewichten oder gar ganz zu vernachlässigen. Sofern man also auf Grundlage dieses gesetzgeberischen Verständnisses durch einen hohen *Leverage* eine Gewerblichkeit indizieren wollte, würde diese Gewerblichkeit allenfalls auf Ebene der Immobilien-Gesellschaft zum Tragen kommen, wenn die Kreditaufnahme auf Ebene dieser Gesellschaft auch tatsächlich erfolgt. Bei entsprechender Ausgestaltung der Kapital- und/oder Personengesellschaft würde für den Fonds dann eine (investmentsteuerliche) Abschirmwirkung erzeugt. Dennoch sollte auf Ebene der Immobilien-Gesellschaft, für die die allgemeinen steuerlichen Regelungen gelten, allein wegen einer langfristigen Finanzierung in Höhe von etwa 60 % keine gewerbliche Qualifikation anzunehmen sein. Hier sind schlicht die allgemeinen Abgrenzungsregelungen zwischen vermögensverwaltender und gewerblicher Tätigkeit zu beachten.

Eine von Tochtergesellschaften aufgenommene Finanzierung kann allerdings auch die Ebene des Investmentfonds

selbst betreffen und somit im Rahmen des § 26 Nr. 7 InvStG zu berücksichtigen sein. Dies ist der Fall, wenn das Fondsmanagement die Finanzierungsentscheidung beeinflussen kann und der Investmentfonds überdies mit seinem Vermögen für Verbindlichkeiten dieser Gesellschaft unmittelbar haftet, beispielsweise durch die Gewährung von Garantien oder anderen Sicherheiten. Wird dies vermieden, sollte nach unserer Auffassung eine entsprechende „Durchrechnung“ bzw. Hochrechnung (auch) aus steuerlicher Sicht unterbleiben.

Hoch erfreulich ist die nun im Regierungsentwurf für das FoStoG vorgesehene Erhöhung der Finanzierungsgrenze für Immobilien-Spezial(Investment)fonds von 50 % auf 60 %, die sowohl aufsichtsrechtlich also auch durch die Änderung in § 26 Nr. 7 Satz 2 InvStG steuerlich gelten wird. Als Begründung hierfür führt der Gesetzgeber an, dass Fondsverwaltern mehr Flexibilität ermöglicht werden soll und dies insbesondere in Krisenzeiten. Eine solche Flexibilität wäre nach unserer Auffassung bereits auch in der Vergangenheit möglich, wenn man – systemgerecht – auch steuerlich keine „Durch- und Hochrechnung“ von Finanzierungen durch Tochter-Immobilien-gesellschaften auf die Ebene des Investmentfonds zulassen würde. Möglicherweise hat der Gesetzgeber hier nun erkannt, dass eine Fremdfinanzierungsquote von 60 % eine im Markt völlig übliche Finanzierungsgrenze darstellt, die sowohl einem Anlegerschutzbedürfnis im aufsichtsrechtlichen Sinne als auch – schon gar nicht (!) – als ein Merkmal für die Annahme einer Gewerblichkeit im steuerlichen Sinne dienen kann. Vielleicht kann hierin auch der Anstoß zu einer noch weitergehenden Diskussion gegeben worden sein, ob nicht für den Immobilien-Spezialfonds aufsichts- wie steuerrechtliche eine vollständige Abschaffung der Finanzierungsgrenzen in Erwägung gezogen werden kann. Warum eine solche gesetzliche Beschränkung im Spezial-AIF-Bereich überhaupt notwendig sein soll, ist nicht ohne weiteres ersichtlich, zumal der Anlegerschutz im Vergleich zum Publikumsfonds zumindest nicht zwingend oberste Priorität haben dürfte. Diese Frage bekommt sogar noch weitere Brisanz vor dem Hintergrund, dass – zumindest aufsichtsrechtlich – andere Formen von Spezial-AIF's wie die Spezial-Investmentkommanditgesellschaft und der allgemeine offene Spezial-AIF nach § 282 KAGB einer solchen Beschränkung der Finanzierung gerade nicht unterliegen.

RESÜMEE

Sowohl der Wortlaut des § 26 Nr. 7 InvStG als auch durchgreifende systematische Erwägungen sprechen unseres Erachtens dafür, dass die Beleihungsgrenzen im Steuerrecht grundsätzlich nur isoliert auf Ebene des Investmentfonds zu beachten sind. Dieses Ergebnis gilt insbesondere unter Berücksichtigung der (investmentsteuerlich und aufsichtsrechtlich) relevanten Gesetze und der ihnen zugrundeliegenden Zielrichtungen. Es steht insoweit auch nicht im Widerspruch zu den originär steuerlichen Prinzipien. Man darf gespannt sein, ob in der weiteren Diskussion zur Einführung des FoStoG das Thema Finanzierungsgrenzen über die nun vorgeschlagene Anhebung auf 60 % hinaus noch einmal aufgenommen werden wird. Aus systematischen Gründen wie auch mit Argumenten der Gleichbehandlung zwischen Spezial-AIF's wäre dies auf jeden Fall angezeigt und begrüßenswert.



Dr. Axel Schilder

Frankfurt am Main

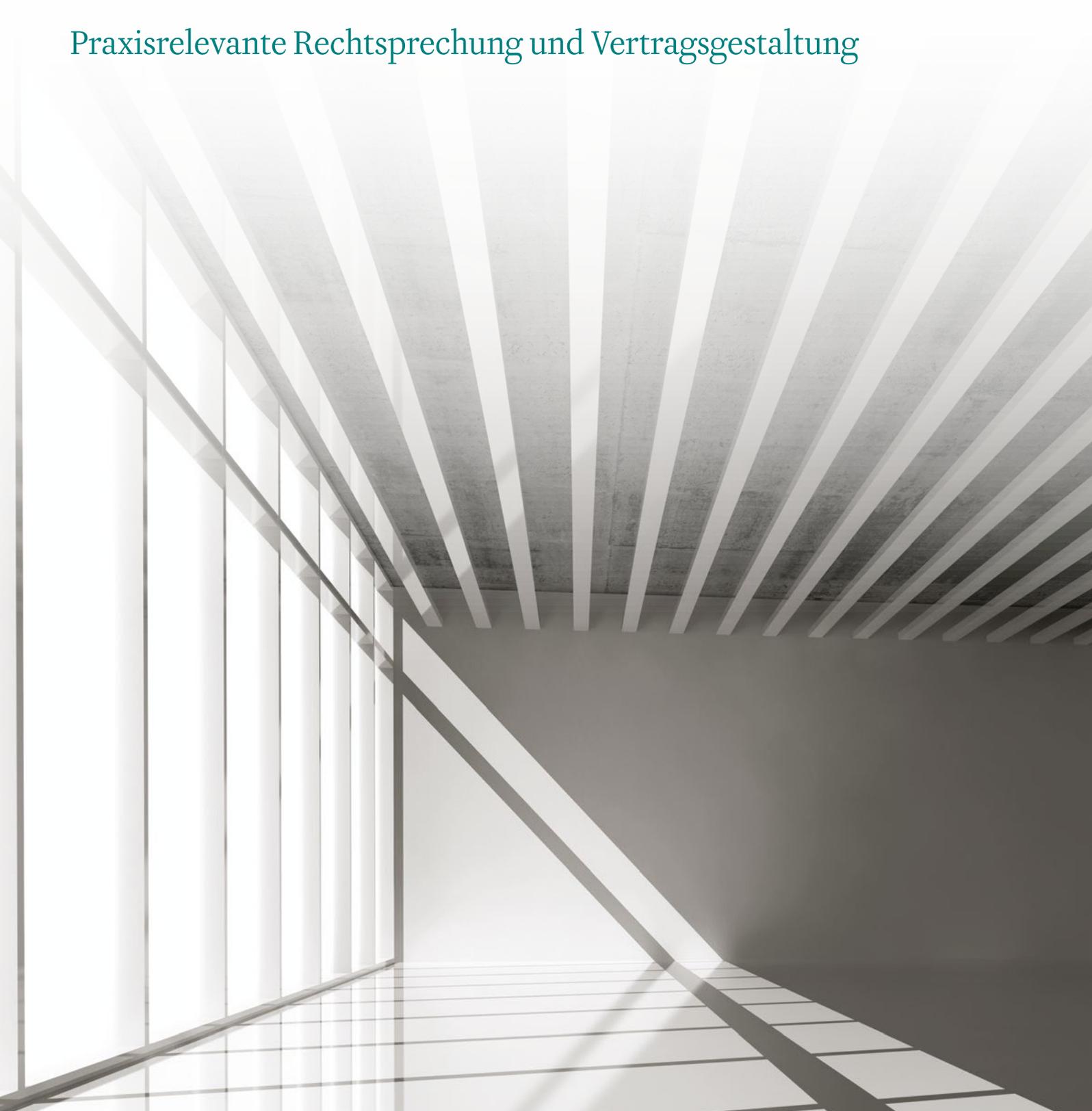
aschilder@kslaw.com

Dieser Beitrag wurde zusammen mit meinem Associate **Marcel Schuster erarbeitet; seine wertvollen Recherchen waren der Ausgangspunkt eines wichtigen und steten Diskurses zur Entwicklung der in diesem Beitrag widergegebenen Gedanken, die nun ganz aktuell von mir fortgeschrieben und weiterentwickelt wurden. Ihm gilt mein besonderer Dank – er bleibt für uns alle unvergessen!*



Entwicklungen im Gewerberaummietrecht

Praxisrelevante Rechtsprechung und Vertragsgestaltung



Das Gewerberaummietrecht ist stark von der Rechtsprechung geprägt und hat sich nicht zuletzt aus diesem Grunde in jüngerer Zeit zunehmend zu einer Spezialmaterie entwickelt. Für Praktiker ist es daher eine Herausforderung, sich schnell in die komplexe Materie des Gewerberaummietrechts einzuarbeiten und damit auf den aktuellen Stand der Rechtsprechung zu bringen. Der Beitrag zeigt wesentliche Entwicklungen in der obergerichtlichen Rechtsprechung und Gesetzgebung der vergangenen drei Jahre zum Gewerberaummietrecht auf und vermittelt praktische Empfehlungen für den Abschluss gewerblicher Mietverträge.

CORONA UND DIE STÖRUNG DER GESCHÄFTS-GRUNDLAGE

Seit März 2020 ist die Corona-Pandemie in Deutschland auch ein wichtiges Thema für den Gewerbemietmarkt geworden. Vielfach sind Mieter aufgrund von öffentlich-rechtlich angeordneten Betriebsschließungen im Zuge der „Lockdown“-Verordnungen von teilweise erheblichen Umsatzeinbußen betroffen. Die Frage, ob von derartigen Betriebsschließungen betroffene Mieter noch zur Zahlung der Miete in voller Höhe verpflichtet sind, hat im Zeitraum des letzten Jahres viele Mieter, Vermieter und auch diverse deutsche Landgerichte beschäftigt und schließlich im Dezember 2020 auch den Gesetzgeber. Während sich die herrschende Meinung in Rechtsprechung und Literatur einig ist, dass wegen öffentlich-rechtlichen Betriebsschließungen aufgrund der Corona-Pandemie kein Mangel der Mietsache (und damit kein Minderungsrecht des Mieters) und auch kein Fall der Unmöglichkeit vorliegt, wurde in den vergangenen Monaten von diversen Landgerichten (eine Entscheidung des BGH existiert hierzu bislang nicht) angenommen, dass ein Fall der Störung der Geschäftsgrundlage vorliegen kann. Im Dezember 2020 hat der Gesetzgeber schließlich einen neuen § 7 in Art. 240 EGBGB eingefügt, der zum 31.12.2020 in Kraft getreten ist. Hiernach wird vermutet, dass sich die Grundlage des Mietvertrags nach Vertragsschluss für von öffentlich-rechtlichen Schließungsanordnungen betroffene Mieter schwerwiegend verändert hat. Was viele Mieter aber verkennen ist, dass hieraus noch nicht automatisch ein Anspruch auf Reduzierung der Miete folgt. Vielmehr müssen auch weitere Elemente der allgemeinen Grundsätze der Störung der Geschäftsgrundlage gemäß § 313 BGB vorliegen. Dazu gehört insbe-

sondere, dass das unveränderte Festhalten am Vertrag (also die unveränderte Mietzahlungsverpflichtung) für den Mieter unzumutbar geworden sein muss. Dieser Umstand muss jedoch in jedem Einzelfall und auch unter genauer Berücksichtigung etwaiger Einsparungen, staatlicher Hilfen etc. für den Mieter getroffen und insbesondere vom Mieter detailliert dargelegt und im Streitfall bewiesen werden. Auch die gesetzliche Neuregelung ist somit kein Selbstläufer und insbesondere kein Freibrief für betroffene Mieter, die Miete zu kürzen oder einzubehalten.

Detailliertere Ausführungen zu dieser Thematik hat der Verfasser dieses Beitrages bereits in einem am 12.02.2021 veröffentlichtem Client Alert der Sozietät getätigt. Dieser Client Alert kann bei Interesse nochmals separat beim Verfasser angefordert werden.

DAS SCHRIFTFORMERFORDERNIS ALS DAUER-BRENNER

Die Einhaltung der gesetzlichen Schriftform des § 550 BGB ist nach wie vor einer der größten Fallstricke im gewerblichen Mietrecht. Das gesetzliche Schriftformerfordernis für Mietverträge mit einer Laufzeit von über einem Jahr besagt, dass alle für das Mietverhältnis wesentlichen Umstände (z. B. Vertragsparteien, Mietgegenstand, Miete, Laufzeit etc.) in einer von beiden Parteien unterzeichneten mietvertraglichen Urkunde niedergelegt sein müssen. Bei einem Verstoß gegen das Schriftformerfordernis gilt der nach dem Willen der Vertragsparteien als langfristig abgeschlossene Mietvertrag faktisch nach Ablauf eines Jahres als für unbestimmte Zeit abgeschlossen und ist daher unter Beachtung der gesetzlichen Kündigungsfrist jederzeit kündbar.

Gescheiterter Neuregelungsversuch des Bundesrates

Ein auf einen Antrag des Landes Nordrhein-Westfalen im Februar 2020 vom Bundesrat in den Bundestag eingebrachter Gesetzesentwurf zur Neuregelung des Schriftformerfordernisses (BT-Drucksache 19/17034 vom 06.02.2020) wurde von der Bundesregierung abgelehnt. Der Bundesrat hatte in dem Gesetzesentwurf vorgeschlagen, den § 550 BGB aufzuheben und dem Erwerber einer Immobilie durch Einfügung eines neuen Absatz 3 in § 566 BGB ein Kündigungsrecht bei Schriftformmangel des Mietvertrages innerhalb von 3 Monaten nach Kenntnis des Erwerbers

„Die Einhaltung der gesetzlichen Schriftform des § 550 BGB ist nach wie vor einer der größten Fallstricke im gewerblichen Mietrecht.“

einzuräumen. Der Mieter sollte dabei ein Recht zur Abwendung der Kündigung innerhalb von 2 Wochen nach Zugang der Kündigungserklärung haben, indem er sich mit der Fortsetzung des Mietverhältnisses zu den schriftformkonform getroffenen Vereinbarungen bereit erklärte. Die Bundesregierung lehnte diesen Gesetzesentwurf insbesondere wegen einer Benachteiligung des Mieters ab, da sich nach dem Vorschlag des Bundesrates nur noch der Erwerber einer vermieteten Immobilie auf einen Schriftformmangel berufen dürfte. Die Regelung des § 550 BGB ist in längerfristigen Gewerbemietverträgen somit unverändert zu beachten.

Das Ende der Schriftformheilungsklauseln

In der Vergangenheit versuchte die mietvertragliche Kautelarpraxis den sich aus dem Schriftformerfordernis ergebenden Kündbarkeitsrisiken mit sogenannten Schriftformheilungsklauseln zu begegnen. Darin verpflichteten sich die Mietvertragsparteien in Kenntnis des gesetzlichen Schriftformerfordernisses, im Falle eines Schriftformmangels den Vertrag nicht zu kündigen und durch Abschluss eines Nachtrags zum Mietvertrag den Mangel zu heilen. Die hierdurch geschaffene trügerische Sicherheit hielt zumindest im Verhältnis zwischen den ursprünglichen Mietvertragsparteien einige Jahre, bis der BGH – entgegen den bis dahin ergangenen Entscheidungen einiger Oberlandesgerichte – am 27.09.2017 jene Schriftformheilungsklauseln für generell unwirksam erklärte, weil sie mit der Natur des § 550 BGB als zwingendem Recht unvereinbar seien. Diese Entscheidung hat der BGH mit Urteil vom 11.04.2018 wiederholt und bekräftigt.

Die durch die Rechtsprechung der Oberlandesgerichte geprägte Entwicklung hin zu einer Beschränkung der Bedeutung von Schriftformverstößen war mit diesen Entscheidun-

gen des BGH schlagartig vorbei. Auch formularvertragliche doppelte Schriftformklauseln, die aufgrund ihrer inhaltlichen Ausgestaltung grundsätzlich eine ähnliche Schutzwirkung wie Schriftformheilungsklauseln hätten entfalten können, erklärte der BGH wegen des Vorrangs der Individualabrede nach § 305 b BGB jedenfalls für wirkungslos. „Back to the roots“, hieß es somit für Asset und Property Manager, die spätestens seit jenen Entscheidungen des BGH bei der Gestaltung und beim Abschluss gewerblicher Mietverträge wieder größte Sorgfalt walten lassen müssen. Dabei wird die nachstehende aktuelle Rechtsprechung des BGH zum Schriftformerfordernis zu berücksichtigen sein.

Ausübung einer Verlängerungsoption

Bei einer Vielzahl von Geschäftsraummietverträgen wird die Vereinbarung über eine feste Laufzeit des Mietverhältnisses kombiniert mit dem einseitigen Optionsrecht des Mieters, diese Festlaufzeit einmal oder auch mehrfach um eine feste Zeitspanne zu verlängern. Unstreitig ist, dass die Vereinbarung von Optionsrechten der gesetzlichen Schriftform bedarf. Umstritten in der obergerichtlichen Rechtsprechung war dagegen, ob auch die Ausübung des Optionsrechts diese Form einhalten muss. Diese Frage verneinte der BGH in seinem Urteil vom 21.11.2018 mit der Begründung, dass sich das Schriftformerfordernis nur auf *Vereinbarungen* der Mietvertragsparteien und nicht etwa auf die Ausübung von im Mietvertrag bereits niedergelegten Optionen bezieht. Mit derselben Begründung soll nach Ansicht des BGH auch die *Ausübung* bereits im Mietvertrag niedergelegter einseitiger Leistungsbestimmungsrechte oder Anpassungsvorhalte nicht der Schriftform bedürfen.

Vertragliche Änderung der Miete

Der BGH hat durch Urteil vom 11.04.2018 erneut betont, dass *jedwede* Änderung der Miete stets eine wesentliche und – jedenfalls soweit sie für mehr als ein Jahr erfolgt und nicht jederzeit vom Vermieter widerrufen werden kann – dem Formzwang des § 550 BGB unterfallende Vertragsänderung darstellt. Ebenfalls schriftformrelevant sind nach der aktuellen Rechtsprechung des BGH Vertragsänderungen bezüglich des Mietzwecks und einer Wertsicherungsklausel. Auch die Änderung einer Miete, die auf einer Verhandlungsklausel beruht, wonach eine Vertragspartei bei Vorliegen

einer bestimmten Indexänderung eine Neufestsetzung der zu zahlenden Miete verlangen kann, unterfällt nach Ansicht des BGH – anders als bei einer üblichen Anpassungsautomatik oder einem einseitigen Änderungsrecht – dem Schriftformerfordernis. In der gegenwärtigen Zeit der Corona-Pandemie, in der zahlreiche Mieter sich an Vermieter mit dem Anliegen einer temporären Mietreduzierung wegen Corona-bedingten Umsatzeinbußen wenden, ist diese Rechtsprechung des BGH bei etwaigen Vereinbarungen über eine temporäre Mietreduzierung unbedingt zu beachten – diese sollten zwingend in einem schriftformkonformen Nachtrag zum Mietvertrag vereinbart werden und nicht etwa über den bloßen Austausch von Brief- oder E-Mail-Korrespondenz.

Schriftformheilung per separater Anlage zum Mietvertrag?

Seit der bereits über ein Jahrzehnt bestehenden sogenannten „Auflockerungsrechtsprechung“ des BGH ist anerkannt, dass eine körperlich feste Verbindung zwischen Mietvertrag, Anlagen und etwaigen Nachträgen zur Einhaltung der gesetzlichen Schriftform nicht erforderlich ist. Vielmehr genügt es zur Wahrung der Urkundeneinheit, wenn die Zusammengehörigkeit der Schriftstücke in geeigneter Weise (z.B. durch eindeutige Verweise und Bezugnahmen) zweifelsfrei kenntlich gemacht ist und damit eine gedankliche Verbindung hergestellt ist. Nach ständiger Rechtsprechung des BGH können Schriftformmängel in einer Mietvertragsurkunde durch einen schriftformkonformen späteren Nachtrag zum Mietvertrag geheilt werden. In einem neuen Urteil vom 04.11.2020 hat der BGH nun entschieden, dass es bei einem Schriftformmangel der ursprünglichen Mietvertragsurkunde (in diesem Fall fehlende Unterschriften) zur Heilung der Schriftform auch ausreichend sein kann, wenn eine separate Anlage zum Mietvertrag den Mangel heilt (in diesem Fall hatten beide Parteien die Anlage unterschrieben) und aus der Anlage ersichtlich ist, auf welchen Mietvertrag sich die Anlage bezieht. Laut dem BGH genügt es hierbei wie bei einer Nachtragsvereinbarung zur Einhaltung der Schriftform, dass zwischen Anlage und Mietvertrag eine gedankliche Verbindung besteht, die erkennen lässt, dass die beiden Schriftstücke in ihrer Gesamtheit den Vertrag bilden. Trotz dieses neuen Urteils des BGH ist aus Vorsichtsgründen aber weiterhin zu empfehlen, nachträgliche

Anlagen zu einem Mietvertrag mittels eines schriftformkonformen Nachtrags beizufügen und bereits bei der ursprünglichen Mietvertragsurkunde sehr auf die Einhaltung der Schriftform zu achten.

Fehlende Unterschrift bei gesamtvertretungsberechtigten Geschäftsführern

In einem neuen Urteil vom 26.02.2020 hatte der BGH über die Wahrung der Schriftform bei einem Mietvertragsnachtrag zu entscheiden, dessen Rubrum die Vertretung der einen Vertragspartei durch zwei namentlich benannte gesamtvertretungsberechtigte GmbH-Geschäftsführer auswies. Unterschrieben wurde der Nachtrag auf einer ersten Unterschriftenzeile aber nur von einem Geschäftsführer ohne Hinzufügung eines Vertretungszusatzes aber unter Beifügung eines Firmenstempels, während die zweite vorgesehene Unterschriftenzeile leer blieb. Der BGH nahm hier wegen der fehlenden zweiten Unterschrift einen Schriftformmangel des Mietvertrages an, da nach dem Erscheinungsbild der Mietvertragsurkunde der Anschein einer noch fehlenden zweiten Unterschrift erweckt wurde und somit nicht von der Abgeschlossenheit der Urkunde ausgegangen werden konnte. Der BGH stellte bei diesem Ergebnis entscheidend darauf ab, dass in der streitgegenständlichen Mietvertragsurkunde ein zweites Unterschriftenfeld mit einer daruntergesetzten maschinenschriftlichen Namensangabe enthalten war. Wäre diese zweite Unterschriftenzeile nicht enthalten gewesen, hätte die Entscheidung des BGH diametral anders ausfallen können. Der BGH stellt nämlich in seiner Entscheidung klar, dass es für die Wahrung der Schriftform (die von der Frage der materiellrechtlichen Vertretungsbefugnis strikt zu trennen ist) ausreicht, wenn nach dem Erscheinungsbild der Urkunde der alleinige Unterzeichner (auch bei Angabe mehrerer im Rubrum) die Berechtigung zum Abschluss des Rechtsgeschäfts für sich allein in Anspruch nimmt. Dies kann durch einen ausdrücklichen Vertretungszusatz zum Ausdruck kommen, der auch darin bestehen kann, dass ein vom Geschäftsinhaber autorisierter Firmenstempel der Unterschrift hinzugesetzt wird. Hätte der Mietvertragsnachtrag im vorliegenden Fall keine zweite Unterschriftenzeile enthalten, wäre die Schriftform somit nach der Rechtsprechung des BGH gewahrt gewesen, die vorhandene leere zweite

Unterschriftenzeile bewirkte aber trotz des Firmentempels bei der ersten Unterschrift den Schriftformmangel. Dieses neue Urteil des BGH zeigt abermals, dass beim Abschluss von Gewerbemietverträgen im Hinblick auf die Wahrung der Schriftform größtmögliche Sorgfalt angezeigt ist. Soweit im Rubrum namentliche Vertreter angegeben sind, sollten diese auch tatsächlich alle die Urkunde am Ende des Vertrages unterschreiben.

STRENGE AGB-KONTROLLE DES BGH

Im gewerblichen Mietrecht spielt die AGB-Kontrolle eine besondere Rolle. Viele Mietverträge beruhen auf vom Vermieter gestellten Formularen und enthalten regelmäßig eine Vielzahl von Formulklauseln. Der für das Gewerberaummietrecht zuständige XII. Senat des BGH hat auch in den vergangenen drei Jahren verschiedene Formulklauseln aus unterschiedlichsten Regelungsbereichen des Mietrechts einer richterlichen Inhaltskontrolle unterzogen.

Schönheitsreparaturen bei unrenoviert überlassenem Mietgegenstand

Bereits 2015 hatte der für das Wohnraummietrecht zuständige VIII. Zivilsenat des BGH neue Maßstäbe für Schönheitsreparaturklauseln in Mietverträgen aufgestellt und entschieden, dass der Mieter bei formularvertraglich vorgesehener Abwälzung der Pflicht zur Durchführung der Schönheitsreparaturen jedenfalls dann unangemessen benachteiligt wird, wenn ihm der Mietgegenstand unrenoviert überlassen wurde oder dem Mieter hierfür kein angemessener Geldausgleich gewährt wurde. Diese Rechtsprechung hat der BGH nun fortgeführt und jüngst in zwei überraschend vermietetfreundlichen Urteilen vom 08.07.2020 entschieden, dass anstelle einer unwirksamen Formulklausel zur Durchführung von Schönheitsreparaturen durch den Mieter bei ohne angemessenen Ausgleich unrenoviert bzw. renovierungsbedürftig überlassenem Mietgegenstand grundsätzlich das gesetzliche Leitbild gilt, nach dem die Instandhaltungslast einschließlich Schönheitsreparaturen beim Mieter liegt. Für besondere Überraschung haben diese beiden Urteile vom 08.07.2020 aber dadurch gesorgt, dass der BGH festgestellt hat, dass sich die auf den Vermieter zurückfallende Instandhaltungslast nur auf den zum vertragsgemäßen Gebrauch geeigneten Zustand bezieht, was

auch der unrenovierte bzw. renovierungsbedürftige Zustand des Mietgegenstands zum Zeitpunkt seiner Überlassung sein kann. Mancher Mieter hatte sich somit nach der Entscheidung des BGH aus 2015 zu früh gefreut. In seinen neuen Entscheidungen vom 08.07.2020 führt der BGH aus, dass ein Mieter, der sich auf die Annahme eines unrenoviert überlassenen Mietgegenstands eingelassen hat, vom Vermieter keinen besseren Zustand des Mietgegenstands als zu Mietbeginn verlangen kann, jedenfalls nicht ohne angemessene Kostenbeteiligung des Mieters, wobei der BGH bei frischer Renovierung des Mietgegenstands in der Regel eine hälftige Kostenbeteiligung des Mieters für sachgerecht hält.

Wenn auch nicht durch den XII. Senat des BGH geklärt, gehen inzwischen einige Oberlandesgerichte von der Übertragbarkeit dieser Rechtsprechungsgrundsätze auf das Gewerberaummietrecht aus. Bei der Gestaltung von Geschäftsraummietverträgen empfiehlt es sich daher, die vorgenannten Grundsätze zu berücksichtigen und im Zweifel alles möglichst eindeutig zu regeln.

Werbegemeinschaften

Der BGH hatte sich überdies mit Rechtsfragen zu Werbegemeinschaften beschäftigt und klargestellt, dass eine AGB-Klausel jedenfalls dann den Mieter unangemessen benachteiligt und deshalb unwirksam ist, wenn sie ihn zum Beitritt zu einer Werbegemeinschaft verpflichtet, die in der Rechtsform einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) organisiert ist. Die AGB-rechtliche Wirksamkeit einer Beitrittsverpflichtung zur Werbegemeinschaft in der Rechtsform eines eingetragenen Vereins (e.V.) hat der BGH jedoch bestätigt. Wesentlicher Unterschied sei die bei der GbR vorgesehene persönliche Haftung eines Gesellschafters, wohingegen dem Mitglied eines e.V. grundsätzlich keine Durchgriffshaftung drohe. Betreiber von Shoppingcentern sind daher gut beraten, Werbegemeinschaften nur in der Gesellschaftsform eines e.V. zu gründen.

Ausschlussklauseln

Die in vielen Geschäftsraummietverträgen enthaltene Minderungs- und Aufrechnungsausschlussklausel, mit der die Aufrechnung, die Ausübung eines Zurückbehaltungsrechts und die Minderung auf unbestrittene oder rechtskräf-

tig festgestellte Forderungen *aus dem Mietverhältnis* beschränkt werden, ist nach Auffassung des BGH unwirksam. Für unwirksam hält der BGH außerdem Aufrechnungsverbote, die ihrem Inhalt nach dahingehend ausgelegt werden können, dass die Möglichkeit der Aufrechnung mit einer unbestrittenen Forderung zusätzlich von deren Anerkennung durch den Vermieter abhängig ist.

KEIN EINTRITT DES ERWERBERS IN EIN ANKAUFSRECHT

Der Grundsatz „Kauf bricht nicht Miete“ ist zumeist auch unter Laien bekannt. Die dem zugrunde liegende Norm des § 566 Abs. 1 BGB regelt, dass der Erwerber einer Immobilie anstelle des Vermieters in die sich „aus dem Mietverhältnis“ ergebenden Rechte und Pflichten eintritt, wenn die Mietsache dem Mieter bei Veräußerung der Immobilie bereits überlassen war. Dadurch wird kraft Gesetzes ein neues Mietverhältnis begründet, welches den Inhalt des ursprünglichen Mietverhältnisses hat. Von diesem Grundsatz werden allerdings nur solche Rechte und Pflichten erfasst, die als mietrechtlich zu qualifizieren sind oder die in untrennbarem Zusammenhang mit dem Mietvertrag stehen.

Der BGH hat in diesem Zusammenhang entschieden, dass der Erwerber eines gewerblich vermieteten Grundstücks nicht kraft Gesetzes in ein mit dem Mieter im Mietvertrag vereinbartes schuldrechtliches Ankaufsrecht eintritt. Als Begründung führt der BGH aus, dass ein Ankaufsrecht weder als mietrechtlich qualifiziert werden kann noch ein untrennbarer Zusammenhang mit dem Mietverhältnis besteht. Als kaufrechtliche Regelung bezwecke es nicht den Fortbestand des Mietverhältnisses, sondern soll dieses durch den Abschluss eines Kaufvertrags ersetzen. In der Praxis sollte daher genau geprüft werden, welche der im Mietvertrag getroffenen Vereinbarungen tatsächlich auch materiellrechtlich als mietrechtliche Regelungen zu qualifizieren sind bzw. in welchen Fällen ein objektiver Zusammenhang zwischen den mietvertraglichen und den sonstigen Vereinbarungen besteht. Von § 566 Abs. 1 BGB nicht erfasste Rechte und Pflichten müssten dann gegebenenfalls ausdrücklich im Rahmen des Grundstückskaufvertrags vom Verkäufer an den Käufer weitergegeben werden.

FAZIT UND AUSBLICK

Die BGH-Rechtsprechung zur Gewerberaummieta hat auf nicht wenigen Feldern erheblich zur Klärung umstrittener Rechtsfragen mit erheblicher Praxisrelevanz beigetragen. Hinsichtlich der AGB-Inhaltskontrolle des BGH fällt auf, dass dieser die §§ 305 ff. BGB weiter streng auslegt und dadurch der Gestaltungs- und Beratungspraxis relativ wenig Spielraum lässt. Neu ist dies allerdings nicht. Im Hinblick auf den „Dauerbrenner“ Schriftform verbleiben nach der Entscheidung des BGH zur generellen Unwirksamkeit von Schriftformheilungsklauseln Zweifel, inwieweit die mietvertragliche Kautelarpraxis alternative Gestaltungsmöglichkeiten produzieren kann, ohne dabei den Sinn und Zweck des Schriftformerfordernisses zu umgehen. Eine baldige Reform des § 550 BGB durch den Gesetzgeber ist nach der Ablehnung des Gesetzesentwurfs des Bundesrates durch die Bundesregierung jedenfalls nicht mehr zu erwarten. In Anbetracht der gravierenden wirtschaftlichen Folgen im Falle eines Schriftformverstößes verwundert es daher nicht, dass bei Marktteilnehmern das Bedürfnis nach schriftformkonform gestalteten Mietverträgen sowie einem professionellen Vertragsmanagement bei etwaigen Änderungsvereinbarungen immer größer wird.



Henning Aufderhaar, LL.M

Frankfurt am Main

haufderhaar@kslaw.com

Sustainable Finance durch nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen

Mehr als nur TagESGeschäft



Es gibt kaum ein Thema, das den deutschen Immobilienkapitalmarkt seit Ablösung des Investmentgesetzes durch das KAGB in 2013 so sehr beschäftigt hat, wie aktuell das Thema Sustainable Finance. Dabei sind von diesem Thema nicht nur der deutsche Immobilienkapitalmarkt, sondern weite Teile der europäischen Finanzbranche betroffen. Der nachfolgende Beitrag zeigt die Hintergründe hierzu auf und gibt einen Überblick über wichtige und aktuelle regulatorische Maßnahmen im Hinblick auf Sustainable Finance.

ZUM HINTERGRUND

Mit der Annahme des Pariser Klimaschutzübereinkommens und der UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung im Jahr 2015 entschieden sich die Regierungen aus der ganzen Welt, einen nachhaltigeren Weg für unseren Planeten und unsere Wirtschaft zu beschreiten. Im Mittelpunkt der UN-Agenda 2030 stehen 17 Ziele für eine nachhaltige Entwicklung (*Sustainable Development Goals, SDG*). Auf der Grundlage des Pariser Klimaschutzübereinkommens und der UN-Agenda 2030 hat die Europäische Kommission im März 2018 einen Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums veröffentlicht. Der Aktionsplan zielt insbesondere darauf ab, (i) die Kapitalflüsse auf nachhaltige Investitionen umzulenken, um ein nachhaltiges und integratives Wachstum zu erreichen, (ii) finanzielle Risiken, die sich aus dem Klimawandel, der Ressourcenknappheit, der Umweltzerstörung und sozialen Problemen ergeben, zu bewältigen und (iii) Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit zu fördern. Mit dem Ziel der Schaffung eines Finanzwesens für eine nachhaltigere Welt hat im Aktionsplan der Begriff „nachhaltiges Finanzwesen“ (*Sustainable Finance*) eine wegweisende Bedeutung. Der Begriff „nachhaltiges Finanzwesen“ bezieht sich in der Regel auf die Berücksichtigung umweltbezogener (*environmental*) und sozialer (*social*) Erwägungen bei Investitionsentscheidungen, was zu mehr Investitionen in längerfristige und nachhaltige Aktivitäten führen soll. Konkret geht es bei den Umwelterwägungen um die Anpassung an den Klimawandel und die Abschwächung von dessen Folgen sowie um allgemeine Umweltaspekte und damit verbundene Risiken (z.B. Naturkatastrophen). Die sozialen Erwägungen können sich auf Fragen im Zusammenhang mit Ungleichheit, Teilhabe,

Beschäftigungsverhältnissen sowie Investitionen in Menschen und Gemeinschaften beziehen. Daneben stellt der Aktionsplan klar, dass umweltbezogene und soziale Erwägungen häufig miteinander verflochten sind, da bestehende Ungleichheiten vor allem durch den Klimawandel noch verschärft werden können. Darüber hinaus wird klargestellt, dass bei der Einbeziehung sozialer und umweltbezogener Erwägungen in den Entscheidungsprozess auch die Governance in öffentlichen und privaten Einrichtungen, die auch Managementstrukturen, die Beziehungen zwischen den Beschäftigten und die Vergütung von Führungskräften einschließt, eine wichtige Rolle spielt. Bei den genannten Erwägungen handelt es sich um die sog. ESG-Faktoren.

ÜBERBLICK ZU REGULATORISCHEN MASSNAHMEN IN UMSETZUNG DES AKTIONSPANS

In Umsetzung des Aktionsplans wurden bisher einige Maßnahmen durchgeführt, insbesondere in Form europäischer Gesetzgebung einige Verordnungen erlassen, die als verbindliche Rechtsakte in allen EU-Ländern unmittelbar gelten. Neben weiteren Verordnungen sind dies vor allem die Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor („OffenlegungsVO“) und die Verordnung (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („Taxonomie-VO“), auf die nachfolgend eingegangen wird. Daneben sind die Verordnung zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 über CO²-arme Referenzwerte und solche mit günstiger CO²-Bilanz und die Änderung der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 (MiFID II) sowie der delegierten Verordnung (EU) 2017/2359 (IDD) zu nennen.

OFFENLEGUNGSVO

Gemäß des Erwägungsgrunds 10 ist Ziel der OffenlegungsVO, die „Informationsasymmetrien in den Beziehungen zwischen Auftraggebern und Auftragnehmern im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken, die Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen, die Bewertung ökologischer oder sozialer Merkmale sowie im Hinblick auf nachhaltige Investitionen dadurch abzubauen,

dass Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater zu vorvertraglichen Informationen und laufenden Offenlegungen gegenüber Endanlegern verpflichtet werden, wenn sie als Auftragnehmer im Namen der dieser Endanleger (Auftraggeber) handeln“.

Von zentraler Bedeutung für die deutsche Immobilienfondsindustrie ist dabei, dass die OffenlegungsVO ausdrücklich auch AIFM als einen offenlegungspflichtigen Auftragnehmer in diesem Sinne erfasst. So fällt ein AIFM, nach den in Art. 2 OffenlegungsVO enthaltenen Begriffsbestimmungen, entweder unter die Definition des „Finanzmarktteilnehmers“, sofern er in seiner Eigenschaft als Verwalter eines AIF betroffen ist, oder unter die Definition des „Finanzberaters“, sofern er als Anlageberater tätig wird. Der AIF hingegen wird als Objekt der Regulierung von der Definition „Finanzprodukt“ erfasst. Unter einem „Nachhaltigkeitsrisiko“ versteht die OffenlegungsVO ein Ereignis oder eine Bedingung in den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung, dessen beziehungsweise deren Eintreten tatsächlich oder potenziell wesentliche negative Auswirkungen auf den Wert der Investition haben könnte.

Um die Informationsasymmetrien zwischen Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater einerseits und Endanleger andererseits auszugleichen, regelt die OffenlegungsVO zahlreiche Offenlegungspflichten, wobei die Informationspflichten von Finanzmarktteilnehmern grundsätzlich weitergehend sind als die Informationspflichten von Finanzberatern. Die Informationspflichten beziehen sich teilweise auf Unternehmens- und teilweise auf Produktebene. Die Erfüllung der Informationspflichten erfolgt zum Teil über die jeweiligen Internetseiten der Verpflichteten und zum Teil über vorvertragliche Informationen sowie in regelmäßigen Berichten. Die Offenlegungspflichten nach der OffenlegungsVO werden dabei teilweise durch Regelungen in der Taxonomie-VO ergänzt und sollen zukünftig durch die sog. Level II-Maßnahmen konkretisiert werden. Den Europäischen Aufsichtsbehörden EBA, EIOPA und ESMA wurde die Aufgabe übertragen, mithilfe des Gemeinsamen Ausschusses Entwürfe technischer Regulierungsstandards auszuarbeiten, um Einzelheiten zu Inhalt und Darstellung der offenzulegenden Informationen näher festzulegen; am 2. Februar

2021 haben die Europäischen Aufsichtsbehörden der Europäischen Kommission den Entwurf der technischen Regulierungsstandards (RTS) vorgelegt, der nach Finalisierung durch die Europäische Kommission angenommen werden kann und anschließend als Level II-Maßnahme die OffenlegungsVO ergänzt.

Mit dem Konsultationspapier vom 15. März 2021 haben die Europäischen Aufsichtsbehörden den Entwurf der RTS zu Einzelheiten der Offenlegung nach der OffenlegungsVO um Details zu den Offenlegungspflichten für Finanzprodukte, die in nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten nach der Taxonomie-VO investieren, angepasst.

Nach Art. 3 OffenlegungsVO sind Informationen zu den Strategien zur Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentscheidungsprozessen von Finanzmarktteilnehmern bzw. bei den Anlageberatungs- oder Versicherungsberatungstätigkeiten von Finanzberatern offenzulegen; die Offenlegung hat auf den jeweiligen Internetseiten der Verpflichteten zu erfolgen. Auch Offenlegungen nach Art. 4 OffenlegungsVO erfolgen auf den jeweiligen Internetseiten der Verpflichteten und sind auf dem aktuellen Stand zu halten. Danach haben Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater offenzulegen, wie sie die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (von Investitionsentscheidungen) auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen; sofern eine entsprechende Berücksichtigung nicht erfolgt, sind die Gründe hierfür anzugeben (*comply or explain*). Abweichende Regelungen gibt es für Finanzmarktteilnehmer mit mehr als 500 Mitarbeitern. Art. 4 OffenlegungsVO wird durch Art. 4 bis 12 RTS konkretisiert.

Auch Art. 5 OffenlegungsVO richtet sich auf die Unternehmensebene. Danach sind die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken im Rahmen der Vergütungspolitik von Finanzmarktteilnehmern und Finanzberatern auf den jeweiligen Internetseiten offenzulegen.

Als Ausgangsnorm auf Produktebene ist Art. 6 OffenlegungsVO zu nennen, der Erklärungen betrifft, die in vorvertraglichen Informationen offenzulegen sind. Danach haben Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater anzugeben, wie Nachhaltigkeitsrisiken bei Investitionsentschei-

dungen bzw. bei der Anlage- oder Versicherungsberatung einbezogen werden und welche Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf die Rendite der Finanzprodukte zu erwarten sind, die sie zur Verfügung stellen bzw. die Gegenstand ihrer Beratung sind. Art. 6 OffenlegungsVO wird durch Art. 5 bis 7 Taxonomie-VO ergänzt. Spätestens ab dem 30.12.2022 sind die zusätzlichen Transparenzvorgaben nach Art. 7 OffenlegungsVO zu beachten.

Zudem werden die nach Art. 6 OffenlegungsVO offenzulegenden Informationen, je nachdem, welche Produktkategorie betroffen ist, durch weitere Regelungen konkretisiert. Handelt es sich um ein Finanzprodukt, mit dem unter anderem ökologische oder soziale Merkmale oder eine Kombination aus diesen Merkmalen beworben wird (sog. ESG-Strategieprodukte), sind zusätzlich die Offenlegungspflichten nach Art. 8 OffenlegungsVO zu beachten. Danach sind Angaben dazu zu machen, wie diese Merkmale erfüllt werden und, falls ein Index als Referenzwert bestimmt wurde, ob und wie dieser Index mit diesen Merkmalen vereinbar ist. Konkretisierungen zu Art. 8 OffenlegungsVO finden sich in Art. 6 Taxonomie-VO und in Art. 13 bis 19 RTS.

Bei Finanzprodukten, mit denen eine nachhaltige Investition oder eine Reduzierung der CO²-Emissionen angestrebt wird (sog. Impact-Produkte), sind hingegen die zusätzlichen Offenlegungspflichten nach Art. 9 OffenlegungsVO zu beachten. Bei Impact-Produkten sind entsprechende Angaben zu einem verwendeten Index zu machen und falls kein Index als Referenzwert bestimmt ist, muss darüber informiert werden, wie das angestrebte Ziel zu erreichen ist. Konkretisierende Vorgaben zu Art. 9 OffenlegungsVO finden sich in Art. 5 Taxonomie-VO und in Art. 20 bis 27 RTS.

Die Art. 10 OffenlegungsVO (konkretisiert durch Art. 31 bis 57 RTS) und Art. 11 OffenlegungsVO (konkretisiert durch Art. 5 bis 7 Taxonomie-VO und Art. 58 bis 73 RTS) regeln weitere Offenlegungspflichten in Bezug auf ESG-Strategieprodukte und Impact-Produkte, die auf den jeweiligen Internetseiten und den regelmäßigen Berichten der Finanzmarktteilnehmer zu erfüllen sind.

Im Hinblick auf die Anwendbarkeit ist zu beachten, dass die OffenlegungsVO bereits am 29.12.2019 in Kraft getreten ist

und der überwiegende Teil der Regelungen ab dem 10.03.2021 gelten.

TAXONOMIE-VO

Gemäß den Ausführungen in Erwägungsgrund 18 der Taxonomie-VO sollten zur Wahrung der Anlegerinteressen „Fondsverwalter und institutionelle Anleger, die Finanzprodukte anbieten, offenlegen, auf welche Weise und in welchem Umfang sie die Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten anwenden, um die ökologische Nachhaltigkeit ihrer Investitionen zu ermitteln. Die offengelegten Informationen sollten es den Anlegern ermöglichen, nachzuvollziehen, wie hoch der prozentuale Anteil der Investitionen, die in dem Finanzprodukt zugrunde liegen, in die ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten an der Gesamtheit der Investitionen ist, die dem Finanzprodukt zugrunde liegen und somit den Anlegern ermöglichen, nachzuvollziehen, inwieweit die Investition als ökologisch nachhaltig gilt.“

Vor diesem Hintergrund zielt die Taxonomie-VO darauf ab, den Grad der Umweltverträglichkeit einer Investition messbar zu machen und stellt hierfür ein einheitliches Regelwerk auf, das innerhalb der EU gilt. Gem. Art. 1 Abs. 1 enthält die Taxonomie-VO die Kriterien zur Bestimmung, ob eine Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig einzustufen ist, um damit den Grad der ökologischen Nachhaltigkeit einer Investition ermitteln zu können. Nach Art. 3 Taxonomie-VO gilt eine Wirtschaftstätigkeit als ökologisch nachhaltig, wenn sie (i) einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umweltziele leistet, (ii) nicht zu einer bestimmten erheblichen Beeinträchtigung eines oder mehrerer Umweltziele führt (*do not significant harm*), (iii) unter Einhaltung des festgelegten Mindestschutzes ausgeübt wird und (iv) den von der Kommission festgelegten technischen Bewertungskriterien entspricht. Für die Zwecke der Taxonomie-VO sind unter dem Begriff der Umweltziele der Klimaschutz, die Anpassung an den Klimawandel, die nachhaltige Nutzung und der Schutz von Wasser- und Meeresressourcen, der Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, die Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und der Schutz und die Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme zu verstehen.

Wann eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zur Verwirklichung eines oder mehrerer Umweltziele leistet, ergibt sich aus Art. 10 ff. Taxonomie-VO. In den genannten Normen ist zugleich auch die Ermächtigung der Europäischen Kommission enthalten, die technischen Bewertungskriterien für die Umweltziele durch zu erlassende delegierte Rechtsakte festzulegen. Das *do not significant harm* Prinzip ist dezidiert in Art. 17 Taxonomie-VO und der bei der Wirtschaftstätigkeit einzuhaltende Mindestschutz ist in Art. 18 Taxonomie-VO geregelt.

Um den potentiellen Anleger eines Finanzprodukts mit entsprechenden Informationen über die ökologische Nachhaltigkeit der jeweiligen Investition zu versorgen, konkretisieren die Art. 5 ff. Taxonomie-VO die Offenlegungspflichten nach der OffenlegungsVO. Danach sind gem. Art. 5 Taxonomie-VO bei Impact-Produkten nach Art. 9 OffenlegungsVO (i) die Informationen über das Umweltziel oder die Umweltziele, zu dessen bzw. deren Erreichung die dem Finanzprodukt zugrundeliegende Investition beiträgt und (ii) eine Beschreibung, wie und in welchem Umfang die dem Finanzprodukt zugrundeliegenden Investitionen solche in Wirtschaftstätigkeiten sind, die im Sinne der Taxonomie-VO als ökologisch nachhaltig einzustufen sind, offenzulegen. In der Beschreibung ist der Anteil der Investitionen in ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten, die für das Finanzprodukt ausgewählt wurden, einschließlich Einzelheiten zu den ermöglichenden Tätigkeiten und der Übergangstätigkeiten, als Prozentsatz aller für das Finanzprodukt ausgewählten Investitionen anzugeben. Nach Art. 6 Taxonomie-VO gilt dies entsprechend für die ESG-Strategieprodukte nach Art. 8 OffenlegungsVO. An die offenzulegenden Informationen muss bei ESG-Strategieprodukten zusätzlich die in Art. 6 Taxonomie-VO vorgegebene Erklärung beigefügt werden. Bei allen übrigen Finanzprodukten, bei denen es sich weder um Impact- noch um ESG-Strategieprodukte handelt, muss die in Art. 7 Taxonomie-VO vorgegebene Erklärung beigefügt werden.

Die Taxonomie-VO ist am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union vom 22.06.2020 in Kraft getreten und findet im Hinblick auf die Umweltziele des Klimaschutzes und der Anpassung an den Klimawandel ab dem 01.01.2022 und im Hinblick auf

„Mit der OffenlegungsVO und der Taxonomie-VO hat der Europäische Gesetzgeber erste Schritte zur Begründung eines nachhaltigkeitsbezogenen Finanzdienstleistungssektors unternommen.“

die weiteren Umweltziele (nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen; Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft; Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung; Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme) ab dem 01.01.2023 Anwendung.

FAZIT UND AUSBLICK

Das Thema Sustainable Finance befindet sich in der Finanzbranche noch in den Kinderschuhen und wird in den kommenden Jahren gewiss noch weiter heranwachsen. Mit der OffenlegungsVO und der Taxonomie-VO hat der Europäische Gesetzgeber erste Schritte zur Begründung eines nachhaltigkeitsbezogenen Finanzdienstleistungssektors unternommen. Auch wenn zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch viele Detailfragen ungeklärt sind, besteht Zuversicht, dass sich eine Marktpraxis herausbilden wird, die den neuen Herausforderungen angemessen Rechnung trägt.



Cüneyt Andac, LL.M. oec.

Frankfurt am Main
candac@kslaw.com



Kreditrisiko nach CRR und COVID-19

Sonderregeln für allgemeine Zahlungsmoratorien



BANKAUFSICHTSRECHT UND COVID-19

Der europäische Gesetzgeber und die (europäischen und deutschen) Aufsichtsbehörden haben einige Anstrengungen unternommen, um den von der COVID-19-Krise gebeutelten Kreditinstituten regulatorische Erleichterung zu verschaffen, damit sie sich auf ihr – durch die Umstände erschwertes – operatives Geschäft konzentrieren können: Beispiele sind (vorübergehende) Anpassungen der Europäischen Eigenmittelverordnung (VO (EU) Nr. 575/2013; CRR), die Freigabe von Kapitalpuffern, Erleichterungen in der Sanierungsplanung und im Meldewesen, etc.

Die wahrscheinlich größte Gefahr für die Solidität der Branche sind die zu erwartenden umfassenden Kreditausfälle. Angesichts dessen ist es unter den gegebenen Umständen häufig ein Akt der wirtschaftlichen Vernunft, einem klammen Darlehensschuldner mit einer Stundung unter die Arme zu greifen. Derartiges Entgegenkommen kann jedoch aufsichtsrechtlich nach der CRR als Stundungsmaßnahme (*forbearance measure*) gewertet werden oder zum Schuldnerausfall (*default*) führen und daher für das darlehensgewährende Kreditinstitut höhere Eigenmittelanforderungen bedingen. Die EBA versucht, insoweit mit Sonderregeln für bestimmte Arten von durch COVID-19 bedingten Zahlungsmoratorien – sog. „allgemeine“ Moratorien – Abhilfe zu schaffen. Im Folgenden sollen kurz die Grundlagen der Privilegierung allgemeiner Zahlungsmoratorien erläutert werden, um dann näher zu untersuchen, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit ein „allgemeines“ Moratorium in diesem Sinne vorliegt.

GRUNDLAGEN: FORBEARANCE UND DEFAULT

Art. 47b CRR definiert Stundungsmaßnahmen (*forbearance measures*). Stundungsmaßnahmen i.S.v. Art. 47b CRR sind für die Qualifikation einer Risikoposition (*exposure*) als notleidend (*non-performing*) relevant (Art. 47a Abs. 3 Unterabs. 1 lit. c), Abs. 4, Abs. 6 f. CRR). Gemäß Art. 36 Abs. 1 lit. m) CRR sind notleidende Risikopositionen vom harten Kernkapital abzuziehen, soweit sie i.S.v. Art. 47c CRR unzureichend gedeckt sind.

Art. 178 CRR definiert den Schuldnerausfall (*default*), der für die Berechnung des risikogewichteten Positionsbetrags

maßgeblich ist (Art. 154 CRR); der risikogewichtete Positionsbetrag fließt in die Berechnung der Eigenmittelanforderungen nach Art. 92 CRR ein. Art. 178 CRR gilt zwar unmittelbar nur für den auf internen Einstufungen basierenden Ansatz (IRBA); im Kreditrisikostandardansatz (KSA) ist Art. 178 CRR jedoch entsprechend für die Bestimmung des Risikogewichts anwendbar (Art. 127 CRR; zur Berechnung des risikogewichteten Positionswerts im KSA siehe Art. 113 Abs. 2 CRR).

PRIVILEGIERUNG FÜR ALLGEMEINE ZAHLUNGSMORATORIEN

Die EBA nimmt nach ihren Leitlinien vom 2.4.2020 allgemeine Zahlungsmoratorien (*general payment moratoria*), die als Reaktion auf die COVID-19-Krise erlassen wurden, generell vom Anwendungsbereich des Art. 47b CRR aus. Das bedeutet, dass das allgemeine Zahlungsmoratorium nicht zur Qualifizierung des betreffenden Darlehens als gestundet i.S.v. Art. 47b CRR führt, schließt aber nicht aus, dass aus anderen Gründen, die nicht in dem allgemeinen Zahlungsmoratorium begründet sind, eine Stundungsmaßnahme i.S.v. Art. 47b CRR vorliegt.

Nach den EBA-Leitlinien führen allgemeine Zahlungsmoratorien auch nicht zum Ausfall des Schuldners nach Art. 178 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) CRR (*unlikely to pay*); insbesondere ist ein allgemeines Zahlungsmoratorium nicht als krisenbedingte Restrukturierung (*distressed restructuring*) i.S.v. Art. 178 Abs. 3 lit. d) CRR anzusehen. Während der Dauer des Moratoriums muss das Kreditinstitut zwar weiterhin prüfen, ob aufgrund anderer Umstände die Voraussetzungen von Art. 178 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) CRR eingetreten sind; Grundlage dieser Prüfung ist aber der durch das Moratorium modifizierte Zahlungsplan.

Der Eintritt von Verzug i.S.v. Art. 178 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. b) CRR (*past due*) durch das Moratorium ist denknotwendig ausgeschlossen, weil das Wesen des Moratoriums ja gerade darin besteht, die Fälligkeit hinauszuschieben. Der durch das Moratorium modifizierte Zahlungsplan ist der Maßstab für die Prüfung, ob der Schuldner ggf. aus anderen Gründen in Verzug i.S.v. Art. 178 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. b) CRR geraten ist.

Allerdings gelten die vorgenannten Privilegierungen nur für „allgemeine“ Zahlungsmoratorien. Die EBA-Leitlinien stellen detaillierte Kriterien für die Qualifizierung eines Zahlungsmoratoriums als „allgemein“ auf. Als Ausgangspunkt kann festgestellt werden, dass jedenfalls kein allgemeines Moratorium vorliegt, wenn ein Kreditinstitut einzelne Kunden auswählt, um diesen jeweils individuell zugeschnittene Zahlungserleichterungen zu gewähren. Wo aber liegt jenseits dieses klaren Ausgangsfalles die Grenze zum „allgemeinen“ Moratorium oder, anders formuliert: Inwieweit darf ein Moratorium individuelle Elemente enthalten, um noch als „allgemein“ zu gelten?

ANZAHL DER TEILNEHMENDEN KREDITINSTITUTE

Das systematisch erste Kriterium ist die Anzahl der teilnehmenden Kreditinstitute. Die EBA geht insoweit von der Annahme aus, dass gesetzliche Moratorien für alle Kreditinstitute einer Jurisdiktion gelten und sieht daher auch bei privatwirtschaftlichen (*non-legislative*) Moratorien den aufsichtlichen Idealfall in der (freiwilligen) Beteiligung aller Kreditinstitute eines EU-Mitgliedstaates. Allerdings erkennt die EBA an, dass dieses Ziel häufig nicht realistisch ist, so dass die Anforderungen an die Anzahl der teilnehmenden Kreditinstitute mit einer gewissen Flexibilität gehandhabt werden müssen; die EBA beharrt aber darauf, dass die Initiative zur Einführung des Moratoriums hinreichend breitgefächert sein muss. Die praktische Handhabung vermittelt jedoch ein anderes Bild: Von den 15 Moratorien, die die BaFin der EBA als allgemeine Zahlungsmoratorien im Sinne der EBA-Leitlinien angezeigt hat, wurden vier Moratorien von jeweils nur zwei (!) Kreditinstituten angeboten; an weiteren drei Moratorien nahmen jeweils vier bis sechs Kreditinstitute teil. Dieses Kriterium ist in der Praxis also gehörig aufgeweicht, wenngleich nicht vollständig aufgegeben worden: Ein einzelnes Kreditinstitut kann jedenfalls kein „allgemeines“ Zahlungsmoratorium im Sinne der EBA-Leitlinien anbieten.

AUSWAHL DER PRIVILEGIERTEN KUNDEN

Die teilnehmenden Kreditinstitute müssen das Moratorium zwar nicht allen ihren Kunden, wohl aber einer großen Gruppe ihrer Darlehensschuldner anbieten. Entscheidend ist, dass die in Betracht kommenden Kunden aufgrund relativ weiter Kriterien ausgewählt werden; spezifische finanzielle Schwierigkeiten eines einzelnen Kunden dürfen nicht das Auswahlkriterium sein, ebenso wenig wie eine Kreditwürdigkeitsprüfung. Andererseits ist aber die Berücksichtigung individueller Umstände nicht gänzlich ausgeschlossen, wie das Beispiel des (am 30.6.2020 ausgelaufenen) gesetzlichen Moratoriums für Verbraucherdarlehensverträge nach Art. 240 § 3 EGBGB zeigt: Voraussetzung für die Inanspruchnahme dieses Moratoriums war gemäß Art. 240 § 3 Abs. 1 S. 1 f. EGBGB, dass

»der Verbraucher aufgrund der durch Ausbreitung der COVID-19-Pandemie hervorgerufenen außergewöhnlichen Verhältnisse Einnahmeausfälle hat, die dazu führen, dass ihm die Erbringung der geschuldeten Leistung nicht zumutbar ist. Nicht zumutbar ist ihm die Erbringung der Leistung insbesondere dann, wenn sein angemessener Lebensunterhalt oder der angemessene Lebensunterhalt seiner Unterhaltsberechtigten gefährdet ist.«

Die BaFin hat diese Voraussetzung als hinreichend allgemein akzeptiert, wobei sie davon ausging, dass das Kreditinstitut die Angaben des Schuldners zur Zumutbarkeit nur auf Plausibilität prüft. Dementsprechend verlangt z.B. die Sparkassen-Finanzgruppe für die Inanspruchnahme der von ihren Mitgliedern angebotenen Moratorien, dass der Darlehensnehmer glaubhaft zusichert, dass

»ein COVID-19-bedingter Liquiditätsengpass besteht und die Erbringung der aktuellen kreditvertraglichen Leistungen nicht zumutbar ist.«

„Die teilnehmenden Kreditinstitute müssen das Moratorium zwar nicht allen ihren Kunden, wohl aber einer großen Gruppe ihrer Darlehensschuldner anbieten.“

Umgekehrt ist allerdings die Anwendung des Zahlungsmoratoriums für die erfassten Schuldner nicht zwingend; sie können sich also auch gegen die Inanspruchnahme des Moratoriums entscheiden. Insbesondere ist es zulässig, die Gewährung der geänderten Zahlungsbedingungen von einem Antrag des Schuldners abhängig zu machen.

UNTERSCHIEDLICHE BEDINGUNGEN DER TEILNEHMENDEN KREDITINSTITUTE

Müssen alle am Moratorium teilnehmenden Kreditinstitute ihren Kunden die gleichen Bedingungen anbieten, oder sind individuelle Abweichungen erlaubt? Komplette Identität ist jedenfalls nicht erforderlich: Die EBA verlangt, dass die teilnehmenden Kreditinstitute „ähnliche“ (*similar*) Bedingungen anbieten.

Erforderlich ist jedenfalls, dass sich die am Moratorium teilnehmenden Kreditinstitute auf einen bestimmten Rahmen für das Moratorium einigen: Beispielsweise kann ein gemeinsamer Rahmenzeitraum festgelegt werden, innerhalb dessen das Moratorium in Anspruch genommen werden kann; innerhalb dieses Rahmens können dann die teilnehmenden Kreditinstitute selbst entscheiden, für welchen Zeitraum sie das Moratorium anbieten wollen. Derartige Optionen innerhalb eines von den teilnehmenden Kreditinstituten beschlossenen Rahmens lässt die EBA grundsätzlich auch für die Dauer des Zahlungsaufschubs, die Anwendbarkeit des Moratoriums nur auf die Darlehenstilgung oder auf Annuitäten, oder andere spezifische Aspekte der angebotenen Konditionen zu. Allerdings darf die Option nicht alle vorgenannten Elemente zugleich umfassen; die Anzahl der Optionen muss beschränkt sein, um die Ähnlichkeit der angebotenen Bedingungen zu wahren. Andererseits dürfte daraus folgen, dass die Option auch für mehrere (wenngleich nicht für alle) Elemente des Moratoriums gelten darf.

UNTERSCHIEDLICHE BEDINGUNGEN FÜR EINZELNE KUNDEN

Schließlich bleibt die Frage, inwieweit das einzelne am Moratorium teilnehmende Kreditinstitut verschiedenen Kunden unterschiedliche Bedingungen gewähren darf.

Nach den EBA-Leitlinien muss das Kreditinstitut allen seinen Kunden, die in den Anwendungsbereich des Moratoriums

fallen, dieselben Bedingungen anbieten. Allerdings kann das Kreditinstitut seinen Kunden Optionen anbieten: Z.B. kann eine Zahlungspause von bis zu 9 Monaten angeboten und dem Kunden die Entscheidung überlassen werden, ob er diesen Zeitraum ausschöpfen oder sich mit einer kürzeren Zahlungspause begnügen möchte. Die Anzahl dieser Optionen muss jedoch beschränkt sein.

Das Kreditinstitut darf also seinen Kunden letztlich unterschiedliche Bedingungen gewähren; die Entscheidung darüber muss aber beim Kunden und nicht beim Kreditinstitut liegen. Daher ist es auch nicht zulässig, wenn das Kreditinstitut seinen Kunden einen Verhandlungsrahmen vorgibt, innerhalb dessen finanzielle Entlastungen für die Schuldner vereinbart werden können, weil das Kreditinstitut dann im Rahmen der Verhandlungen über die letztendlich gewährten Konditionen mitentscheidet.

GRUND UND GRENZEN DER PRIVILEGIERUNG

Insgesamt ist festzuhalten, dass der Rahmen für individuelle Entscheidungen des einzelnen Kreditinstituts sehr eng ist. Eine Erklärung dafür liefert die Begründung der BaFin für die Zulässigkeit der aufsichtsrechtlichen Privilegierung allgemeiner Moratorien:

Nach Auffassung der BaFin ist ein allgemeines Moratorium nicht als Stundungsmaßnahme i.S.v. Art. 47b CRR zu qualifizieren und führt nicht zum Schuldnerausfall i.S.v. Art. 178 CRR, weil gerade aufgrund der allgemeinen Kriterien und mangels Einzelfallprüfung auch Schuldner von einem allgemeinen Moratorium erfasst werden können, die gar nicht in finanziellen Schwierigkeiten stecken; würde man umgekehrt im Falle eines allgemeinen Moratorium aufgrund der gewährten Zahlungserleichterungen eine Stundungsmaßnahme bzw. einen Schuldnerausfall annehmen, könnte diese aufsichtsrechtliche Qualifizierung somit auch Schuldner betreffen, auf die sie nicht zutrifft. Diese Rechtfertigung entfiel aber bei Individualmaßnahmen: Wenn das Kreditinstitut nämlich einem Schuldner eine individuelle Lösung anbietet, wird es zuvor auch die individuellen Umstände dieses Schuldners prüfen und dabei feststellen können, ob der Schuldner finanzielle Schwierigkeiten hat. Sofern dagegen der Schuldner eine individuelle Entscheidung

darüber trifft, ob er von dem ihm angebotenen Zahlungsmoratorium Gebrauch macht bzw. welche der ihm angebotenen Zahlungsbedingungen er wählt, sind damit noch keine finanziellen Schwierigkeiten erwiesen; die Inanspruchnahme des Moratoriums kann dem Schuldner auch aus anderen Gründen opportun erscheinen.

Die EBA schöpft mit ihren Leitlinien zu allgemeinen Moratorien somit den Spielraum aus, den sie nach den Regelungen der CRR eröffnet sieht. Das wird deutlich, wenn die EBA ausführt, das Moratorium müsse einer großen Gruppe von Schuldnern angeboten werden, damit die Änderung der Zahlungsbedingungen nicht der Behebung von spezifischen finanziellen Schwierigkeiten bestimmter Schuldner dient, weil sonst die Definition von Stundungsmaßnahmen i.S.v. Art. 47b CRR erfüllt wäre.

Eine Ausnahme für Individualmaßnahmen seitens der Kreditinstitute wäre contra legem gewesen und hätte daher einer politischen Entscheidung in Gestalt einer Änderung der CRR bedurft, die im Rahmen der COVID-19 bedingten CRR-Anpassung aber nicht getroffen wurde.

AUSBLICK

Die EBA-Leitlinien waren ursprünglich bis zum 30.6.2020 befristet, d.h. sie galten nur für COVID-19-bedingte Zahlungsmoratorien, die vor dem 30.6.2020 angewendet wurden; allerdings sahen sie die Möglichkeit einer Verlängerung ihres Anwendungszeitraumes vor. Am 18.6.2020 machte die EBA von dieser Möglichkeit Gebrauch und verlängerte den Anwendungszeitraum der Leitlinien bis zum 30.9.2020. Zum 30.9.2020 sind die Leitlinien dann zunächst ausgelaufen.

Aufgrund der zweiten COVID-19-Welle reaktivierte die EBA die Leitlinien am 2.12.2020 und verlängerte den Anwendungszeitraum bis zum 31.3.2021. Allerdings wurden zugleich die Anwendungsvoraussetzungen verschärft; insbesondere dürfen für einen bestimmten Darlehensvertrag Zahlungserleichterungen nur für einen Zeitraum von insgesamt 9 Monaten gewährt werden.

Die Verlängerungsoption steht nach wie vor in den Leitlinien, und die EBA hat betont, dass sie die Situation auf dem Kreditmarkt weiterhin überwachen wird. Eine Verlängerung des Anwendungszeitraums der Leitlinien über den 31.3.2021 hinaus erscheint daher möglich.



Dr. Achim Döser, LL.M.

Frankfurt am Main
adoeser@kslaw.com



Distressed Debt

Die dritte (oder vierte) Corona-Welle?



Im November 2020 gab es der Zahl nach 26 % weniger Unternehmensinsolvenzen als ein Jahr zuvor. Weniger, nicht mehr. An einer glänzenden Konjunktur kann das nicht liegen, denn die gibt es leider nicht. Im Gegenteil: viele Unternehmen sind durch COVID-19 in Existenznot geraten. Ursache für den Rückgang der Insolvenzen ist ganz offenkundig der Gesetzgeber, der die Verpflichtung zur Insolvenzanmeldung gelockert hat. Wenn keine Wirtschaftswunder geschehen, kann das nur heißen, dass alle Insolvenzen, die es normalerweise gegeben hätte, und zusätzlich die coronabedingten, noch auf uns zukommen. So wie das plötzliche Zurückweichen des Meeres am Strand das erste Anzeichen für die große Tsunami-Welle ist.

Davon werden unweigerlich viele Akteure im Immobilienmarkt betroffen sein, Banken und andere Kreditgeber ohnehin, aber auch viele Vermieter, die daneben durch mögliche Kürzungsrechte der Mieter bedroht sind. Es heißt also, sich zu wappnen und über Schadensbegrenzung nachzudenken.

WIE IST DER LETZTE STAND ZUR INSOLVENZANTRAGSPFLICHT?

Normalerweise müssen Geschäftsführung oder Vorstand den Insolvenzantrag stellen, wenn Zahlungsunfähigkeit besteht oder Überschuldung eingetreten ist. Zahlungsunfähigkeit besteht, wenn jemand fällige Zahlungspflichten nicht erfüllen kann; jedenfalls dann, wenn er seine Zahlungen eingestellt hat. Überschuldung heißt, es gibt zu dem betreffenden Zeitpunkt mehr Schulden als Vermögenswerte

„Wenn keine Wirtschaftswunder geschehen, kann das nur heißen, dass alle Insolvenzen, die es normalerweise gegeben hätte, und zusätzlich die coronabedingten, noch auf uns zukommen.“

(die rechnerische Überschuldung), es sei denn, es kann eine „positive Fortführungsprognose“ gestellt werden.

Diese Insolvenzantragspflicht wurde ab 1. März 2020 schlicht ausgesetzt. Das galt allerdings nur, wenn der Insolvenzgrund auf COVID-19 beruhte und Aussichten bestanden, eine bestehende Zahlungsunfähigkeit zu beseitigen. Weil man die Schwierigkeiten sah, das Letztere nachzuweisen, gab es eine gesetzliche Vermutung: wer am 31.12.2019 noch nicht zahlungsunfähig war, bei dem galt im Zweifel die Aussetzung. Das war zunächst begrenzt bis Ende September 2020. Ab 1. Oktober 2020 wurde die Aussetzung für den Fall der Überschuldung nochmal verlängert, nämlich bis zum 31.12.2020. Aber jetzt, seit dem 1. Januar 2021, ist damit Schluss – grundsätzlich wieder volle Antragspflicht.

Wie gesagt, auch bei rechnerischer Überschuldung gab es schon bisher keine Antragspflicht bei Bestehen einer „positiven Fortführungsprognose“. Das heißt, die Fortführung des Unternehmens ist „nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich“, beispielsweise weil ein Gesellschafter voraussichtlich die Finanzierung sicherstellt. Problem dabei war der im Gesetz nicht definierte Prognosezeitraum. Meistens ging man von zwei Geschäftsjahren aus, aber sicher war auch das nicht. In einer Neuregelung ab 1. Januar 2021 wurde der Prognosezeitraum jetzt mit **zwölf Monaten** gesetzlich definiert; damit wird den Geschäftsführern etwas mehr Entscheidungssicherheit gegeben.

Dazu gibt es seit dem 1.1.2021 eine Besonderheit, wenn die rechnerische Überschuldung auf COVID-19 zurückzuführen ist. Grund dafür ist, dass die Prognose wegen der Pandemie-Unsicherheit besonders schwierig ist. Dann reicht es, wenn die Fortführung für die nächsten **vier Monate** überwiegend wahrscheinlich ist. Dass die Überschuldung auf COVID-19 zurückzuführen ist, wird hier vermutet, wenn (kumulativ) am 31.12.2019 noch keine Zahlungsunfähigkeit bestand, in 2019 ein positives Ergebnis aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (Betriebs- und Finanzergebnis) erwirtschaftet wurde, und der Umsatz aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in 2020 um mehr als 30 % eingebrochen ist.

Die Insolvenzantragspflicht tritt genau genommen bei Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung nicht sofort ein. Es

gibt eine kleine Frist, um eine Beseitigung des Insolvenzgrundes zu versuchen, wenn das innerhalb der Frist nicht völlig aussichtslos ist. Das waren bisher **drei Wochen**. Jetzt, ab 1.1.2021, ist diese Frist für den Insolvenzgrund der Überschuldung (nicht bei Zahlungsunfähigkeit) auf **sechs Wochen** verlängert.

Eine kleine Ausnahme für das volle Wiederaufleben der Antragspflicht ab 1.1.2021 gilt noch bis zum 30. April 2021. Wer vor Jahresende einen Antrag auf staatliche Unterstützung im Rahmen der COVID-19-Hilfsprogramme gestellt hatte, braucht bis dahin nicht Insolvenz anzumelden, außer wenn der Antrag auf Unterstützung aussichtslos ist oder die Hilfe für eine Beseitigung des Insolvenzgrundes sowieso nicht ausreicht.

Ansonsten gibt es neue Regelungen zu der Frage, welche Zahlungen noch ausgeführt werden dürfen, so lange die Drei oder Sechs-Wochen Frist läuft. Damit reduziert sich das persönliche Risiko der Geschäftsführer, wie übrigens auch durch ein neues BGH-Urteil, wonach die Haftung der Geschäftsführer für verbotene Zahlungen in diesem Zeitraum grundsätzlich von der D&O-Versicherung gedeckt ist. Und wichtige Pandemie-Sonderregelungen gibt es für Sanierungskredite an Unternehmen während des Zeitraums, in dem die Insolvenzantragspflicht ausgesetzt war. Das sind vor allem zeitlich begrenzte Anfechtungsprivilegien und eine Minderung von Haftungsrisiken des Darlehensgebers, aber das darzustellen sprengt den Rahmen dieses Beitrags.

Das alles sind begrüßenswerte Beiträge der Gesetzgebung zu einer Abfederung der gravierenden wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie. Dass die zu befürchtende Distressed Debt-Welle dadurch verhindert wird, ist leider nicht zu erwarten.



Michael Prinz zu Löwenstein

Frankfurt am Main

mloewenstein@kslaw.com

Limitation Language aus Bankensicht

Upstream- und Sidestream-Sicherheiten
in Unterdeckung und Insolvenz



Viele hatten das Thema Limitation Language bei der Bestellung von Up- und Sidestream-Sicherheiten nach den Urteilen des Bundesgerichtshofs vom 21. März 2017 (II ZR 93/16) und 10. Januar 2017 (II ZR 94/15) bereits ad acta gelegt. Es sei nicht mehr notwendig, Limitation Language zu vereinbaren. Upstream- und Sidestream-Sicherheiten könnten jetzt – auch für die Geschäftsführer des Sicherungsgebers – rechtssicher aus dem freien Vermögen des Sicherungsgebers geleistet werden. Tatsächlich ist die Praxis dem nur bedingt gefolgt: Limitation Language wurde und wird weiter vereinbart.

Vor dem Hintergrund der durch Covid-19 ausgelösten Krise und der (noch) zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen, dürfte sich in den kommenden Monaten verstärkt die Frage danach stellen, ob und wie vertragliche Vereinbarungen die Verwertung bestellter Kreditsicherheiten erschweren oder verhindern. Dieser Beitrag bietet einen Überblick der für die Limitation Language in Immobilienfinanzierungen relevanten aktuellen Rechtsprechung und Praxis.

DAS PROBLEM DER GESCHÄFTSFÜHRER: DIE PERSÖNLICHE HAFTUNG

Bei Immobilienfinanzierungen wird die Limitation Language vor allem bei Akquisitionsfinanzierungen von Share Deals sowie bei Portfoliofinanzierungen relevant. Beim Share Deal bestellen die Objektgesellschaften, deren Anteile im Rahmen eines Share Deal erworben werden, zur Finanzierung des Erwerbs Sicherheiten an den von ihnen gehaltenen Immobilien. Diese Sicherheiten besichern die Darlehensverbindlichkeiten der Käufergesellschaft als neuer Muttergesellschaft gegenüber der Bank, die den Erwerb der Gesellschaftsanteile der Objektgesellschaft fremdfinanziert („**Upstream-Sicherheiten**“). Bei Portfoliofinanzierungen mit Querbesicherung stellen die einzelnen Objektgesellschaften Sicherheiten, die auch die Darlehensverbindlichkeiten ihrer Schwestergesellschaften besichern („**Sidestream-Sicherheiten**“). Bestellt werden vor allem Grundschulden (§ 1191 BGB) (zusammen mit Hypotheken (§ 1113 BGB), „**Grundpfandrechte**“).

Handelt es sich bei der Objektgesellschaft um eine deutsche GmbH, kann die Bestellung bzw. Verwertung von Upstream-

und Sidestream-Sicherheiten zu einer Unterbilanz führen oder eine solche vertiefen. In diesem Fall liegt ein Verstoß gegen die Kapitalerhaltungsvorschrift des § 30 Abs. 1 S. 1 GmbHG nahe, eine verbotene Einlagenrückgewähr. Zum Schutz der Gläubiger der Objektgesellschaft sieht das Gesetz in diesem Fall einen Freistellungs- und Rückgewähranspruch der Objektgesellschaft gegen den begünstigten Gesellschafter vor (§ 31 Abs. 1 GmbHG) sowie eine persönliche Haftung der Geschäftsführer der Objektgesellschaft (§ 43 Abs. 3 S. 1 Var. 1 GmbHG). Ähnliches gilt auch für die deutsche GmbH & Co. KG.

Diese persönliche Haftung der Geschäftsführer ist in der Regel Anlass für den Versuch, die Aufnahme von „Limitation Language“ in die Sicherheitenverträge zu verhandeln. Der Zweck von Limitation Language besteht darin, die Geschäftsführer der Objektgesellschaft vor einer Inanspruchnahme nach § 43 Abs. 3 GmbHG zu schützen. Dies soll durch die Limitation Language erreicht werden, die vorsieht, dass Upstream- und Sidestream-Sicherheiten nicht verwertet werden dürfen, soweit dies eine verbotene Einlagenrückgewähr darstellt. Dementsprechend darf nicht vollstreckt werden, wenn eine Unterdeckung entsteht oder vertieft wird, bzw. der Teil des Vollstreckungserlöses, der zu einer Unterdeckung führt, ist dem Sicherungsgeber zurückzugewähren. Die Werthaltigkeit des Grundpfandrechts reduziert sich also um den Umfang des Vollstreckungsschutzes bzw. der Rückgewährpflicht.

DAS PROBLEM DER BANK: VORGABEN NACH CRR UND PFANDBG

Aus Sicht der Bank ist die Aufnahme derartiger Limitation Language in die Sicherheitenverträge in zweifacher Weise problematisch.

Mindestkapitalanforderungen nach CRR

Banken müssen ein angemessenes Eigenkapital nachweisen, um den Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden jederzeit nachkommen zu können. Die wesentlichen Regelungen zu den Mindestkapitalanforderungen an Banken finden sich in der Kapitaladäquanzverordnung („**CRR**“). Insbesondere das Kreditrisiko, das die Bank bei einem Kreditgeschäft eingeht, spielt eine Rolle für die Höhe des Eigenkapitals, das

durch die Bank vorzuhalten ist. Bestimmte Kreditrisikominderungstechniken können die Mindestkapitalanforderungen an die Bank gemäß CRR senken. Insbesondere Sicherheiten, die sich die Bank für ausgereichte Darlehen bestellen lässt, spielen dabei als Kreditrisikominderungstechniken eine Rolle. Diese Sicherheiten müssen die Anforderungen der Art. 194ff. CRR erfüllen, um als Kreditrisikominderungstechnik anerkanntsfähig zu sein. Die Aufnahme von Limitation Language in Sicherheitenverträge kann dem im Wege stehen.

Indeckungnahme nach Pfandbriefgesetz

Pfandbriefbanken refinanzieren die von ihnen ausgereichten Darlehen durch die Emission von Hypothekendarlehen nach Maßgabe des Pfandbriefgesetzes („PfandBG“). Dies setzt voraus, dass die verbrieften Zahlungsansprüche der Pfandbriefgläubiger gegen die Pfandbriefbank durch eine Deckungsmasse gedeckt sind, die im Fall der Insolvenz der Pfandbriefbank den Pfandbriefgläubigern zur Bedienung bzw. Befriedigung ihrer Forderungen dient. Die Deckungsmasse besteht im Fall von Hypothekendarlehen aus Grundpfandrechten. Wird die Verwertung von Grundpfandrechten durch Limitation Language erschwert, können diese Grundpfandrechte nach Maßgabe des PfandBG möglicherweise zum Zweck der Besicherung von Hypothekendarlehen nicht mehr (oder nicht voll) in Deckung genommen werden.

DIE PRAXIS: LIMITATION LANGUAGE ALS PROBLEM

Bei vielen Banken, insbesondere Pfandbriefbanken scheint am Markt die Rechtsauffassung vorzuherrschen, dass Limitation Language (zumindest in ihrer ursprünglichen Ausgestaltung) im Fall strukturierter Akquisitionsfinanzierungen im Wege des Share Deal (bei Bestellung von Upstream-Sicherheiten für das Darlehen der Mutter) oder im Fall von quergesicherten Portfolios (Bestellung von Sidestream-Sicherheiten für die Darlehen der Schwestergesellschaften) mit den Anforderungen des PfandBG und der CRR nicht verträglich ist. Dennoch taucht das Thema hin und wieder auf und daher gehen wir im Folgenden noch einmal auf die Problematik und die verschiedenen Möglichkeiten, Limitation Language auszugestalten, ein.

LIMITATION LANGUAGE BEI QUERGESICHERTEN PORTFOLIOS

Bei der Finanzierung quergesicherter Portfolios besichern die Grundpfandrechte zum einen die Forderungen der Bank gegen die jeweilige Objektgesellschaft, die ein Grundpfandrecht bestellt. Zum anderen besichern die Grundpfandrechte die Forderungen der Bank gegen die Schwestergesellschaften der Objektgesellschaft, die ebenfalls entsprechende Grundpfandrechte bestellen. Richtigerweise sollte die Limitation Language nur im Hinblick auf die Besicherung der Verbindlichkeiten der jeweiligen Schwestergesellschaften gelten. Für die Inanspruchnahme der Objektgesellschaft aus ihren eigenen Darlehensverbindlichkeiten sollte die Limitation Language hingegen keine Anwendung finden.

Unserem Verständnis nach werden in der Praxis die Grundpfandrechte bei quergesicherten Portfolios in erster Linie nur in die Pfandbriefdeckung genommen, soweit sie die Forderungen der Bank gegen den jeweiligen Grundpfandrechtsgeber besichern. Es wird für den Beleihungswert also nur auf das Grundstück des jeweiligen Grundpfandrechtsgebers abgestellt. Ist dies der Fall, kommt die Beschränkung der Querbesicherung durch die Limitation Language für die Indeckungnahme nach PfandBG nicht zum Tragen. Etwas anderes würde dann gelten, wenn einzelne Beleihungsobjekte für sich genommen keinen ausreichenden Beleihungswert liefern, also nicht werthaltig genug sind, um das Einzeldarlehen an den jeweiligen Grundpfandrechtsgeber zu decken. Auch die Anforderungen nach CRR werden durch die Limitation Language nur im Hinblick auf die Querbesicherung beeinträchtigt. Bei richtiger Gestaltung der Limitation Language wird das Kreditrisiko im Hinblick auf den jeweiligen Darlehensnehmer jedenfalls durch das Grundpfandrecht gemindert, das der jeweilige Darlehensnehmer für seine eigenen Verbindlichkeiten bestellt.

LIMITATION LANGUAGE BEI UPSTREAM-SICHERHEITEN

Beschränkung der Limitation Language auf den Außerdeckungsteil?

Bei Upstream-Sicherheiten wird in der Praxis diskutiert, ob Limitation Language aus Bankensicht dann akzeptabel ist,

wenn zumindest 60 % des Beleihungswerts des Beleihungsobjekts von den Beschränkungen der Limitation Language ausgenommen werden. Nach § 14 PfandBG dürfen Grundpfandrechte nur bis zu einer Höhe von 60 % des Beleihungswerts des Beleihungsobjekts zur Pfandbriefdeckung benutzt werden. Durch die Beschränkung der Limitation Language auf den Außerdeckungsteil ist sichergestellt, dass der Beleihungswert immer bis zur Beleihungsgrenze zur Verfügung steht. Allerdings dient nach der Systematik von § 30 PfandBG im Falle einer Insolvenz der Pfandbriefbank das gesamte im Deckungsregister eingetragene Grundpfandrecht der Besicherung der Pfandbriefgläubiger, nicht nur die 60 % des Beleihungswerts des Beleihungsobjekts, die zur Deckung benutzt werden dürfen. Erst wenn alle Pfandbriefgläubiger aus der Verwertung des gesamten Grundpfandrechts befriedigt sind, wird ein etwaiger Restbetrag an die Insolvenzmasse abgeführt. Dies könnte dagegen sprechen, dass eine Verwertung des Grundpfandrechts, soweit es mehr als 60 % des Beleihungswerts des Beleihungsobjekts ausmacht, durch Limitation Language beschränkt werden kann, ohne dass dies die Deckungsfähigkeit des Grundpfandrechts beeinträchtigt. Umgekehrt würde der 60 % überschreitende Teil des Beleihungswerts den Pfandbriefgläubigern auch nicht zugutekommen, wenn das Grundpfandrecht nur in Höhe von 60 % des Beleihungswerts bestellt würde, und ein „Mehr“ wird vom Gesetz her nicht verlangt. Entsprechende Erwägungen gelten für die Berücksichtigung als Kreditrisikominderungstechnik unter der CRR.

Grundpfandrechte müssen zeitnah durchsetzbar sein

Grundpfandrechte müssen, um als Kreditrisikominderungstechniken nach Maßgabe der CRR anerkennungsfähig zu sein, „rechtswirksam und durchsetzbar“ sein (Art. 194 Abs. 1 CRR), die zur Besicherung dienenden Immobilien „ausreichend liquide“ (Art. 194 Abs. 3 (b) CRR). Letzteres setzt insbesondere voraus, dass die Bank in der Lage ist, die als Sicherheit dienenden Immobilien „zeitnah“ zu verwerten (Art. 194 Abs. 4 CRR). Zur Besicherung dienende Immobilien sind demnach nicht „ausreichend liquide“, wenn vertragliche Nebenabreden existieren, die eine Verwertung durch die Bank verhindern oder erheblich verzögern. Je nach Ausge-

staltung kann Limitation Language der Anerkennung von Grundpfandrechten als Kreditrisikominderungstechniken nach CRR also auch dann entgegenstehen, wenn sie die Durchsetzbarkeit des Grundpfandrechts erheblich verzögert. Vergleichbare zeitliche Anforderungen an die Liquidität von Grundpfandrechten, die in die Pfandbriefdeckung überführt werden sollen, lassen sich dem Wortlaut des PfandBG zwar nicht entnehmen. Klar ist aber auch hier, dass Grundpfandrechte, denen vertragliche Einreden entgegenstehen, die eine Verwertung dauerhaft ausschließen, nicht deckungstauglich sind.

BGH: EX-ANTE-PERSPEKTIVE IST MASSGEBLICH FÜR DAS VORLIEGEN EINER UNTERDECKUNG

Wie eingangs beschrieben, gilt Limitation Language nur für den Fall der Unterdeckung. Das Problem einer Unterdeckung stellt sich nicht, wenn die Objektgesellschaft für die Bestellung der Sicherheit einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch gegen die durch sie besicherte Mutter- oder Schwestergesellschaft erlangt, denn dieser gleicht die Verpflichtung der Objektgesellschaft gegenüber der Bank aus der Bestellung der Sicherheit aus. Vollwertig ist ein Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch nur dann, wenn die Mutter- oder Schwestergesellschaft wahrscheinlich in der Lage ist, den gegen sie gerichteten, besicherten Darlehensrückzahlungsanspruch der Bank zu erfüllen. In diesem Fall ist der Ausfall des Darlehensrückzahlungsanspruchs der Bank unwahrscheinlich.

Bisher war umstritten, ob es für diese Wahrscheinlichkeitsbetrachtung auf den Zeitpunkt der Bestellung oder den Zeitpunkt der Verwertung der relevanten Sicherheiten ankommt. Die praktische Bedeutung dieser Frage ist evident: Im Zeitpunkt der Bestellung der Sicherheit ist (ex ante) regelmäßig von einem vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch auszugehen. Die Bank würde kein Darlehen an eine Darlehensnehmerin ausreichen, die dieses wahrscheinlich nicht zurückzahlen können wird. Im Zeitpunkt der Verwertung der Sicherheit ist die Darlehensnehmerin hingegen regelmäßig nicht in der Lage zu zahlen. Wäre sie noch in der Lage, das ihr ausgereichte Darlehen zu bedienen, würde es üblicherweise nicht zur Verwertung kommen bzw.

die Verwertung könnte durch Zahlung abgewendet werden.

Der Bundesgerichtshof hat für dingliche Sicherheiten in den oben genannten Urteilen entschieden, dass für die Frage, ob der Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch der Objektgesellschaft vollwertig ist, auf den Zeitpunkt der Bestellung der relevanten Sicherheit abzustellen ist. Für die Geschäftsführer der Objektgesellschaft bedeutet dies einen erheblichen Gewinn an Sicherheit. Um eine eigene Haftung zu vermeiden, können sie sich nunmehr darauf berufen, dass nach ihrer vernünftigen kaufmännischen Beurteilung im Zeitpunkt der Bestellung der Sicherheit ein Forderungsausfall der Bank im Hinblick auf deren Darlehensrückzahlungsanspruch unwahrscheinlich war, und damit auch eine zu einer möglichen Unterbilanz führende Inanspruchnahme der gestellten Sicherheit.

Maßstab für Darlehensrückzahlungswahrscheinlichkeit bleibt unklar

Ogleich die ex-ante Sicht mehr Sicherheit bietet, bleibt eine gewisse Unsicherheit, weil der Bundesgerichtshof davon auszugehen scheint, dass die Bestellung einer dinglichen Sicherheit auch dann gegen die Kapitalerhaltungsvorschrift des § 30 Abs. 1 S. 1 GmbHG verstoßen kann, wenn die Wahrscheinlichkeit für einen Ausfall der Bank mit ihrem

„Vor dem Hintergrund der neuen BGH-Rechtsprechung ist es dennoch fraglich, ob es noch angemessen ist, wenn Geschäftsführer von Objektgesellschaften gegenüber Banken versuchen, die Aufnahme von Limitation Language in Sicherheitenverträge zu verhandeln.“

Darlehensrückzahlungsanspruch noch nicht so hoch ist, dass handelsbilanziell beim Sicherungsgeber aufgrund der Sicherheitenbestellung eine Rückstellung gebildet werden muss. Der Bundesgerichtshof hat aber bisher keine Ausführungen dazu gemacht, wann oder unter welchen Umständen bereits vor Bestehen einer handelsbilanziellen Rückstellungsverpflichtung von einer für die Kapitalerhaltung relevanten Ausfallwahrscheinlichkeit auszugehen ist.



Vor dem Hintergrund der neuen BGH-Rechtsprechung ist es dennoch fraglich, ob es noch angemessen ist, wenn Geschäftsführer von Objektgesellschaften gegenüber Banken versuchen, die Aufnahme von Limitation Language in Sicherheitenverträge zu verhandeln:

Für die Frage, ob die Bank mit ihrer Darlehensforderung ausfällt und daher eine Unterdeckung anzunehmen ist, die zum Eingreifen der Limitation Language führt, sind im Ergebnis zwei Faktoren relevant:

- Welchen Cash-Flow wird die Immobilie zukünftig für den Kapitaldienst erwirtschaften, und
- Welche Verkaufs- bzw. Refinanzierungsmöglichkeiten hat die Muttergesellschaft als Darlehensnehmerin, um die für die Rückzahlung des Darlehens erforderlichen (Rest-) Beträge bei Darlehensfälligkeit zu generieren?

Beide Faktoren können die Geschäftsführer i.d.R. besser einschätzen als die Bank.

EINE NEUBEWERTUNG VON RÜCKZAHLUNGSKLAUSELN IST DENKBAR

Sofern die Bank dennoch bereit ist, sich auf Limitation Language einzulassen, mag es lohnend sein, die im Markt verbreiteten, verschiedenen Gestaltungsformen von Limitation Language näher zu betrachten. Zu unterscheiden sind Vollstreckungsbeschränkungsklauseln und Rückzahlungsklauseln. Vollstreckungsbeschränkungsklauseln regeln, dass die Bank die ihr bestellte Sicherheit nicht verwerten darf, wenn und soweit eine Unterbilanz vorliegt oder vertieft wird. Rückzahlungsklauseln regeln, dass die Bank zunächst ungehindert und unbegrenzt in die bestellte Sicherheit vollstrecken kann. Es besteht aber eine Verpflichtung der Bank zur Rückzahlung des Verwertungserlöses an die Objektgesellschaft in Höhe des Betrages, der notwendig ist, um eine sonst eintretende Unterdeckung wieder auszugleichen.

Nach der im Markt und insbesondere unter Pfandbriefbanken herrschenden Rechtsauffassung führen beide Formen von Limitation Language dazu, dass als Upstream- oder Side-stream-Sicherheit bestellte Grundpfandrechte nicht in die Pfandbriefdeckung überführt werden können. Denn auch

der durch Rückzahlungsklauseln begründete Rückzahlungsanspruch der Sicherungsgeberin gegen die Bank führe zu einer praktischen Entwertung des als Sicherheit bestellten Grundpfandrechts. Schon vor den neuen Urteilen des Bundesgerichtshofs ließ sich hiergegen einwenden, dass sich der Rückzahlungsanspruch der Sicherungsgeberin nur gegen die Bank richtet, nicht gegen die (insolvenzfeste) Deckungsmasse. Die Deckungsmasse wird also grundsätzlich durch die Vereinbarung von Rückzahlungsklauseln nicht geschmälert.

LIMITATION LANGUAGE GILT IN DER INSOLVENZ DER OBJEKTGESELLSCHAFT FORT

Fraglich dürfte sein, ob und inwieweit dem Urteil des Oberlandesgerichts Frankfurt a.M. vom 8. November 2013 (24 U 80/13), nach der neuen BGH-Rechtsprechung, noch Bedeutung zukommt. Das Oberlandesgericht hatte (nur) für den Fall der schuldnerischen Mithaftung aus einer Garantierklärung (also nicht zwangsläufig für dingliche Sicherheiten) die Auffassung vertreten, eine insoweit vereinbarte Limitation Language entfalte in der Insolvenz des Sicherungsgebers keine Wirkungen mehr. Durch die Insolvenz entfalle der Zweck der Limitation Language. Die Gesellschaft sei im Fall der Insolvenz bereits zahlungsunfähig und/oder überschuldet, das Stammkapital nicht mehr erhalten. Die Haftung aus § 43 Abs. 3 GmbHG treffe den Geschäftsführer der sicherungsgebenden Gesellschaft in der Insolvenz nicht, denn an seine Stelle trete der Insolvenzverwalter, der nicht aus § 43 Abs. 3 GmbHG hafte. Stillschweigend wurde dabei vorausgesetzt, dass grundsätzlich erst die Verwertung der Sicherheit, nicht aber bereits deren Bestellung, eine Zahlung i.S.v. § 30 Abs. 1 S. 1 GmbHG darstellt, da diese der Insolvenzverwalter und nicht der Geschäftsführer vornimmt. Dies dürfte der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs widersprechen, der hinsichtlich des Vorliegens der Unterdeckung auf den Zeitpunkt der Sicherheitenbestellung abstellt.



Dr. Sten Hornuff
Frankfurt am Main
shornuff@kslaw.com

Krypto-Token als Investitionsobjekt

Blockchain-Technologie in der Investmentbranche –
Hype oder Zukunft?



Mit zunehmender Häufigkeit finden sich in den Wirtschaftsnachrichten und der Fachpresse Beiträge, die von Kryptowährungen, einer Tokenisierung von Vermögenswerten, dem Kurs des Bitcoin, den Auswirkungen der Investition des Tesla-Gründers in eben diesen Vermögenswert oder dem bevorstehenden Einstieg anderer Großunternehmen in den Krypto-Markt berichten. Seit die ersten 50 Bitcoin am 3. Januar 2009 mit dem sogenannten „Genesis Block“ gemined wurden, haben sich Bitcoin und andere Kryptowährungen längst von einem Bezahlssystem für Darknet-Käufe zu einer ernstzunehmenden alternativen Geldanlageform weiterentwickelt.

„Seit die ersten 50 Bitcoin am 3. Januar 2009 mit dem sogenannten „Genesis Block“ gemined wurden, haben sich Bitcoin und andere Kryptowährungen längst von einem Bezahlssystem für Darknet-Käufe zu einer ernstzunehmenden alternativen Geldanlageform weiterentwickelt.“

Doch was hat es mit dieser neuen Technologie, deren zunehmende Verbreitung viele schon mit dem technologischen Sprung durch das Aufkommen des Internets vergleichen, unter rechtlichen Gesichtspunkten auf sich? Um dieser Frage nachgehen zu können, sollen im Folgenden zunächst die technischen Grundlagen kurz dargestellt werden. Daraufhin wird die rechtliche Einordnung unter dem aktuell geltenden Aufsichts- und Zivilrecht skizziert werden, bevor ein Blick auf die rechtlichen Neuerungen im Zuge des geplanten Gesetzes zur Einführung von elektronischen Wertpapieren geworfen wird. Aufbauend darauf soll sodann dargestellt werden, wie die Krypto-Technologie Anwendung auf den Vermögenswert „Immobilie“ finden kann und ob und wie sich Krypto-Assets auch als Anlageobjekt für Fonds eignen können.

TECHNISCHE GRUNDLAGEN UND BEGRIFFSBESTIMMUNGEN

Der Siegeszug der Blockchain-Technologie startete mit dem am 1. November 2008 von Satoshi Nakamoto (von dem bis heute nicht bekannt ist, ob er wirklich als Person existiert bzw. wer sich hinter diesem Pseudonym verbirgt) veröffentlichtem Whitepaper zum Bitcoin, das den Titel trägt „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“. Auf gerade einmal 8 Seiten sind in diesem Whitepaper, das zu Recht als das Gründungsdokument der virtuellen Währungen gilt, die technischen Grundlagen für Bitcoin, Kryptowährungen und die Blockchain-Technologie beschrieben.

Unter einer Blockchain versteht man dabei eine fortlaufend erweiterte Liste von Datensätzen (den „Blocks“), die in einem Netzwerk über Kryptographie miteinander verbunden sind. Die Betreiber des Netzwerks, das ohne zentrale Autorität auskommt, werden auch als „Nodes“ bezeichnet. Jeder einzelne Block stellt eine Datenbank dar, auf der die Informationen der Transaktionen auf der Blockchain gespeichert sind. Ein Block enthält immer einen kryptographischen sogenannten „Hash“ (eine Art verschlüsselter digitaler Fingerabdruck) des vorhergehenden Blocks sowie die Transaktionsdaten und einen Zeitstempel. Durch den Hash des jeweiligen vorherigen Blocks wird eine direkte Verbindung zwischen den Blöcken hergestellt. Auf der Blockchain durchgeführte Transaktionen werden auf diese Weise dauerhaft fälschungssicher dezentral gespeichert. Durch die Verbindung der Blöcke, die jeweils die Daten der früheren Transaktionen enthalten, wird es unmöglich gemacht, Existenz oder Inhalt der früheren Transaktionen zu manipulieren oder zu löschen, ohne gleichzeitig alle späteren Transaktionen ebenfalls zu zerstören. Aufgrund des dezentralen Netzwerkes wird die Blockchain-Technologie auch als Distributed-Ledger-Technologie (DLT) bezeichnet. Die Blockchain beruht dabei auf einem Konsensmechanismus, durch den sichergestellt wird, dass bei allen Beteiligten identische Datenketten entstehen. Damit eine Transaktion auf der Blockchain gültig ist, muss sie zuerst von mehreren sogenannten Validatoren (bei Bitcoin werden diese „Miner“ genannt) im Netzwerk bestätigt werden, die dafür eine Transaktionsgebühr erhalten.

Transaktionen auf der Blockchain laufen nun so ab, dass sich zwei Handelspartner auf einer Blockchain-Plattform einig sind und die Transaktion initiieren, z.B. durch Anweisung, eine Kryptowährung zu übertragen. Die Blockchain-Anwendung erzeugt daraufhin einen Block mit dieser Transaktion und kommuniziert den Block an alle Netzwerkteilnehmer. Sobald die Transaktion von der erforderlichen Anzahl der Validatoren verifiziert wurde, wird der Block in die Blockchain eingereiht und die Transaktion damit dauerhaft und unveränderbar erfasst. Ein großer Vorteil dieser Technologie ist, dass derartige Transaktionen innerhalb weniger Minuten durchführbar sind. Die Blockchain-Technologie ermöglicht somit nicht nur schnelle Finanztransaktionen ohne zwischengeschaltete Drittpartei, sondern bietet weit mehr Möglichkeiten: Die Technologie lässt sich überall da einsetzen, wo ein rechtlicher relevanter Vorgang fälschungssicher dokumentiert werden soll. Wie viele neue Geschäftsmodelle durch diese dezentrale Technologie zukünftig geschaffen werden können, lässt sich gegenwärtig noch gar nicht absehen.

Auf einer Blockchain transferierte Kryptowährungen werden als Coins oder Token bezeichnet. Der Begriff des Tokens beschreibt grundsätzlich einen Eintrag in einer Blockchain-Datenbank. Dieser Eintrag ist ausschließlich, einzigartig und nicht vervielfältigbar. Ein Token kann transferiert werden, indem zwischen den an der Transaktion beteiligten Parteien die Berechtigung übertragen wird, über den Token verfügen zu können. Die Übertragung eines Tokens erfolgt vereinfacht dargestellt mittels eines Systems aus einem privaten und einem öffentlichen Schlüssel (*private key* bzw. *public key*). Der *public key* ermöglicht die Zuordnung eines Tokens auf der Blockchain und ist in gewissem Maße mit einer Kontonummer vergleichbar. Um in diesem Bild zu bleiben, wäre der *private key* mit einer PIN gleichzusetzen. Dieser geheim gehaltene *private key* dient dazu, die Transaktion auf den *public key* eines anderen Teilnehmers zu signieren. Auf Grundlage dieses Systems würde beispielsweise ein Bitcoin übertragen werden, indem der Übertragende aus einer Kombination aus dem *private key* und einem bestimmten Nachrichteninhalte eine digitale Signatur erstellen kann. Aus dieser Kombination in Verbindung mit dem *public key* können nun die Validatoren überprüfen, ob es sich bei dem verwendeten *private key* um den richtigen Schlüssel handelt

und so bei positiver Prüfung die Transaktion akzeptieren, mit der nun der Token der Adresse des Empfängers zugewiesen wird. Dieser kann sodann wieder unter Verwendung des Schlüsselpaares eine Übertragung auf eine Drittadresse veranlassen. Im Ergebnis ist es also demjenigen, der die Kenntnis des privaten Schlüssels hat, möglich, über den Token zu verfügen. Die Schlüssel, und nicht der Token selbst, sind es dann auch, die in den digitalen Geldbörsen, den *wallets*, gespeichert werden. Diese Form der Übertragung macht einen der technischen Hauptvorteile der Technologie deutlich. Eine Übertragung der Verfügungsrechte am Token benötigt im Gegensatz zu beispielsweise einer herkömmlichen Überweisung keine Intermediäre wie etwa eine Bank.

Der Wert des Tokens ist dabei nicht aus ihm selbst heraus begründet. Durch seine Ausschließlichkeit kann er aber, bei einer Festlegung einer maximal verfügbaren Menge an Token zu einem knappen Gut werden (der Bitcoin ist z.B. auf maximal 21 Millionen Stück beschränkt), für das sich nach den Mechanismen von Angebot und Nachfrage ein Preis bildet. Es ist möglich, dass sich Marktteilnehmer bereit erklären, für einen Token bestimmte Gegenleistungen zu erbringen.

ARTEN VON TOKEN

Sowohl in der Literatur als auch in der aufsichtsrechtlichen Bewertung hat sich zwischenzeitlich eine gewisse Kategorisierung der verschiedenen Arten von Token herausgebildet. Unterschieden wird im Wesentlichen zwischen Zahlungstoken (*Currency Token*), die wie z.B. Bitcoin oder auch diverse Stablecoins (sog. Stablecoins sind an den Wert einer Fiat-Währung, zumeist US-Dollar, gekoppelt, um starke Volatilitätsschwankungen auszuschließen) als alternatives Zahlungsmittel intendiert sind, *Utility Token*, die den Zugang zu gewissen Dienstleistungen und Produkten typischerweise auf einer bestimmten emittierenden Plattform ermöglichen (wie z.B. der Binance Coin „BNB“, der Token der weltweit größten Krypto-Börse Binance) und den wertpapierähnlichen *Security Token*. Bei diesen *Security Token* stehen dem Inhaber Ansprüche zu (z.B. eine finanzielle Rendite oder Beteiligungs- und Mitwirkungsrechte), die denen des Inhabers eines Schuldtitels oder einer Aktie ähneln.

RECHTLICHE BEWERTUNG

Bei der rechtlichen Bewertung von Token ist zwischen der Bewertung im Zivilrecht und der Bewertung im Aufsichtsrecht zu unterscheiden. Während sich die aufsichtsrechtliche Einordnung vom Grundsatz *Substance over Form* leiten lässt, steht die zivilrechtliche Dogmatik vor der Herausforderung eine Technologie des 21. Jahrhunderts in den Begrifflichkeiten von Gesetzen, deren Ursprung im 19. Jahrhundert liegt, einzuordnen.

In zivilrechtlicher Hinsicht kann ein Token zwar Rechte abbilden, ist aber selbst kein Recht und keine Sache, sondern ein Eintrag in einer Datenbank und somit nur ein unkörperlicher Gegenstand. Genau genommen handelt es sich in der Datenbank nur um Aufzeichnungen über Transaktionen zwischen verschiedenen *wallet*-Adressen mit Guthaben, die sich entweder erhöht oder verringert haben. Eine Token-Transaktion ist daher zunächst einmal ein rechtlich neutraler Realakt. Bildet der Token aber Rechte ab, wird in der Rechtsliteratur diskutiert, ein eigentumsähnliches Recht an Token anzuerkennen und hinsichtlich einer Tokenübertragung die zivilrechtlichen Regelungen des Kauf- und Abtreuerrechts und der §§ 929 ff. BGB analog anzuwenden.

KRYPTO-TOKEN IM AUFSICHTSRECHT

Die BaFin orientiert sich bei der rechtlichen Einordnung der verschiedenen Arten von Token grundsätzlich an den oben dargestellten verschiedenen Arten von Token. Dabei ist allerdings zu beachten, dass diese Kategorien nicht immer trennscharf abzugrenzen sind und auch innerhalb der einzelnen Kategorien unterschiedliche Gestaltungen vorkommen können, die sich auf die aufsichtsrechtliche Einordnung auswirken können.

Im Kern dreht sich die aufsichtsrechtliche Diskussion um zwei Fragen: Ist der Krypto-Token geeignet, um bei einem Marktakteur Erlaubnispflichten auszulösen und bestehen bezogen auf den Token selbst Prospektpflichten? Tendenziell lässt sich diese Frage dahingehend beantworten, dass die Regulierungsdichte vom *Utility*- über den *Currency*- bis hin zum *Security-Token* zunimmt.

KRYPTO-TOKEN UND ERLAUBNISPFlichten

Was die Erlaubnispflichten anbelangt, werden solche vornehmlich unter dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), dem Zahlungsdienstleistungsgesetz (ZAG) und dem Kreditwesengesetz (KWG) diskutiert.

Erlaubnispflichten nach dem KAGB kommen dann in Betracht, wenn der Token einen Anteil an einem Investmentvermögen nach § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB handelt. Unter Zugrundelegung der dortigen Definition scheiden *Utility Token* und *Currency Token* aus dem Anwendungsbereich aus, da diese nicht dem Poolen von Kapital zur gemeinsamen Anlage dienen. Je nach Ausgestaltung kommt allenfalls eine Einordnung der *Security Token* als dem KAGB unterfallend in Betracht. Diese werden allerdings in der Regel so ausgestaltet sein, dass eine Einordnung als Investmentanteil ausscheidet. Die auf dem deutschen Markt wohl üblichste Ausgestaltung eines *Security-Token* ist die in Form eines tokenisierten Nachrangdarlehens. Ein solches Nachrangdarlehen unterfällt allerdings nicht dem Anwendungsbereich des KAGB. Eine Ausgestaltung des *Security Tokens* zum Investmentanteil ist tendenziell auch nicht erstrebenswert und dürfte zu Folgeproblemen führen. Als Beispiel können hier etwa die nicht mit der Krypto-Technologie vereinbaren Formvorschriften für Anteile an einem Sondervermögen (§ 95 KAGB enthält Regelungen zur Verbriefung) oder die gesellschaftsrechtlichen Vorgaben und Registerpflichten bei der Ausgestaltung als Investmentgesellschaft genannt werden.

Was mögliche zahlungsdienstleistungsrechtliche Erlaubnispflichten betrifft, werden diese primär unter der Frage, ob der Tatbestand des E-Geld-Geschäftes (§ 1 Abs. 2 S. 2 ZAG) erfüllt ist, diskutiert. Das Gesetz definiert E-Geld als jeden elektronisch, darunter auch magnetisch, gespeicherten monetären Wert in Form einer Forderung an den Emittenten, der gegen Zahlung eines Geldbetrags ausgestellt wird, um damit Zahlungsvorgänge durchzuführen, und der auch von anderen natürlichen oder juristischen Personen als dem Emittenten angenommen wird. Anhand dieser Definition fallen die *Security-Token* mangels Zahlungsfunktion und die (jedenfalls idealtypischen) *Utility-Token* mangels Drittbeziehung regelmäßig aus der Definition heraus. Ebenfalls

scheiden, wie die BaFin klarstellt, auch Token, die ausschließlich gegen virtuelle Währungen ausgegeben werden aus dem Anwendungsbereich aus. Denkbar sind aber gewisse Ausgestaltungen von *Currency-Token*, die den E-Geld Begriff erfüllen, wobei allerdings bei vielen der bekannten dezentralen Ausgestaltungen an dem erforderlichen Emittentenbezug fehlt.

In noch weiterem Umfang als die Erlaubnispflichten nach KAGB und ZAG werden für verschiedene Handlungen im Zusammenhang mit Krypto-Token die Erlaubnispflichten des KWG relevant. Die Erlaubnispflichten des § 32 KWG verweisen auf das Betreiben von Bankgeschäften und das Erbringen von Finanzdienstleistungen. Welche Aktivitäten unter diese Begrifflichkeiten fallen, regelt wiederum § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG näher. Zentraler Begriff hierbei ist wiederum der des Finanzinstruments, welcher in § 1 Abs. 11 KWG näher ausdifferenziert wird. Jedenfalls *Currency-* und *Security-Token* sind unter einzelne, teils auch mehrere, der in Abs. 11 aufgelisteten Kategorien zu fassen. Dies entspricht auch den Verlautbarungen der BaFin, die diese Kategorien grundsätzlich den Finanzinstrumenten nach KWG zuordnet. Von besonderer (aber nicht abschließender) Relevanz in Bezug auf Krypto-Token sind hier die Kategorien der Rechnungseinheiten (Nr. 7) und der Kryptowerte (Nr. 10). Der Begriff der Rechnungseinheit ist nicht legaldefiniert. Stattdessen werden bestimmte Merkmale wie die Ähnlichkeit mit den in Nr. 7 ebenfalls genannten Devisen, die Zerlegbarkeit in Einheiten, die Wertbeständigkeit, Einsetzbarkeit als Zahlungsmittel etc. herangezogen. Die BaFin ordnet *Currency-Token* vor diesem Hintergrund als Rechnungseinheiten ein. Demgegenüber fehlt es den *Utility-* und *Security-Token* regelmäßig am Hauptzweck der Wertaufbewahrungsfunktion. Allerdings sind je nach Ausgestaltung auch *Utility-Token* denkbar, die als Rechnungseinheit fungieren können, vorausgesetzt, sie erfüllen auch die Funktion eines privaten Zahlungsmittels. Im Gegensatz zu der Rechnungseinheit ist der Kryptowert (Nr. 10) auch im Gesetz definiert. Kryptowerte im Sinne des KWG sind demnach grundsätzlich digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber

von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann. Diese Eigenschaft wird sowohl bei *Currency-* als auch bei *Security-Token* anzunehmen sein. Über die Einordnung als Finanzinstrument hinaus hat die Einstufung eines Token als Kryptowert noch eine eigenständige Relevanz für den noch relativ neuen Tatbestand des erlaubnispflichtigen Kryptoverwahrgeschäfts nach § 1 Abs. 1a Nr. 6 KWG.

KRYPTO-TOKEN UND PROSPEKTPFLICHTEN

Das zweite große Thema neben den Erlaubnispflichten ist die Frage, ob im Zusammenhang mit den Krypto-Token Prospektpflichten bzw. Informationsblattpflichten bestehen. Im Vordergrund stehen hier solche nach Prospektverordnung (ProspektVO) und Wertpapierprospektgesetz (WpPG).

Prospekt- oder Informationspflichten nach dem KAGB sind hingegen zumeist abzulehnen, da der Token regelmäßig nicht als Anteil an einem Investmentvermögen einzuordnen sein wird. Ebenfalls von zumindest tendenziell geringerer Relevanz dürften die Pflichten nach Vermögensanlagegesetz sein. Bei klassischen Vermögensanlagen fehlt es häufig an der, für eine Einordnung als Wertpapier erforderlichen, Übertragbarkeit, Standardisierung und Handelbarkeit, sodass die zum Wertpapier subsidiäre Kategorie der Vermögensanlage greifen kann. Allerdings fördert die Blockchain-Technologie gerade die Marktgängigkeit, sodass im Krypto-Bereich die Relevanz des Vermögensanlagegesetzes im Regelfall geringer sein dürfte als außerhalb des Anwendungsbereichs der Technologie.

In der ProspektVO und dem WpPG beruht die Bestimmung des Wertpapierbegriffs auf den Begriffsbestimmungen der MiFID II Richtlinie. Um als Wertpapier im Sinne der Begriffsbestimmung nach § 2 Abs. 1 WpHG bzw. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 MiFID II qualifiziert werden zu können, müssen kumulativ drei positive und ein negatives Tatbestandsmerkmal erfüllt sein. Der Token muss übertragbar, am Finanz- bzw. Kapitalmarkt handelbar sein und Rechte verkörpern; nicht erfüllt sein dürfen allerdings die Voraussetzungen eines Zahlungsinstruments.

Wird diese Definition auf die oben dargestellten Kategorien von Token angewendet, fallen die *Currency*-Token aus dem Wertpapierbegriff heraus, da sie jedenfalls vergleichbar mit einem Zahlungsinstrument sein dürften. Demgegenüber ist die Behandlung der *Utility-Token* umstritten. Hier wird unter anderem mit Verweis auf eine fehlende Übertragbarkeit der Wertpapierbegriff abgelehnt. Im Ergebnis dürfte dies auch mit der grundsätzlichen Sichtweise der BaFin hierzu übereinstimmen. Im Gegensatz zu den *Currency* und *Utility-Token* wird der wertpapierähnliche *Security Token* hingegen auch im Sinne des Prospektrechts als Wertpapier einzustufen sein.

ENTWURF DES E-WPG

Die technische Ausgestaltung der Krypto-Token stellt das deutsche Zivilrecht vor etliche Herausforderungen. Diese beziehen sich unter anderem auf die sachenrechtliche Einordnung der Token und auf im BGB anzutreffende Schriftformerfordernisse. Im Zusammenspiel mit dem technologieneutraleren Aufsichtsrecht kann es dabei zu Friktionen in der rechtlichen Bewertung des zivil- und Aufsichtsrechts kommen. So werden bestimmte Token im Aufsichtsrecht als Wertpapier angesehen, ohne allerdings das zivilrechtliche Urkundserfordernis an eine Verbriefung erfüllen zu können. Dies kann wiederum zu Folgeproblemen unter anderem bei der rechtlichen Bewertung der Übertragung, fehlenden Anknüpfungspunkten für einen Gutgläubensschutz oder auch Schwierigkeiten vor dem Hintergrund des Depotrechts führen.

Mit dem nun als Regierungsentwurf vorliegendem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren will der Gesetzgeber den Weg zu Wertpapieren hin ebnen, denen keine Papierurkunde mehr zugrunde liegt, sondern für die stattdessen eine Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister erfolgt. Bei einem einfachen E-Wertpapier erfolgt die Registerführung in einem Zentralregister wohingegen bei einem Kryptowertpapier die Registerführung durch Eintragung in dezentralen Kryptowertpapierregistern erfolgen kann. Für diese Register kommen nach der Gesetzesbegründung in erster Linie Aufzeichnungssysteme basierend auf der Distributed Ledger Technologie in Betracht. Hier öffnet sich das Wertpapierrecht somit technologisch in Richtung der Blockchain-Technologie. Nach § 2 Abs. 3 eWpG

Regierungsentwurf wird ein elektronisches Wertpapier, als Sache nach § 90 BGB fingiert. Nach § 26 dieses Regierungsentwurfs geht von den Eintragungen in den elektronischen Wertpapierregistern ein Schutz zugunsten des gutgläubigen Erwerbers aus.

Der Anwendungsbereich des geplanten eWpG ist allerdings zumindest vorerst noch auf Inhaberschuldverschreibungen begrenzt. Im Wege einer Anpassung des § 95 KAGB sollen darüber hinaus nun auch Anteile an Sondervermögen als (einfache) elektronische Wertpapiere begeben werden können. Hier wäre, wie auch seitens der Branche gefordert, sicherlich auch eine Öffnung hin zu den Krypto-Wertpapieren wünschenswert gewesen.

Es ist nicht davon auszugehen, dass das eWpG die Möglichkeit zur Emission von unverbrieften und nur aufsichtsrechtlich als Wertpapier qualifizierenden Token ausschließen soll. Stattdessen wird diese Möglichkeit neben den (vorerst noch relativ begrenzten) Möglichkeiten zur Ausgabe von elektronischen Wertpapieren stehen. Dies ergibt sich daraus, dass das WpPG im Zuge des Artikelgesetzes auch Vorschriften zu unverbrieften und auch nicht als E-Wertpapier ausgegebenen Wertpapier-Token enthalten soll. Ziel dessen ist die Herstellung eines vergleichbaren Anleger-Schutzniveaus zwischen den Wertpapier-Token und den elektronischen Wertpapieren.

Anwendung der Technologie auf Immobilien

Seit etwa 3 Jahren kann man in der einschlägigen Presse auch vereinzelt über eine Tokenisierung von Immobilien lesen. Unter Tokenisierung wird gemeinhin die Verkörperung von Rechten oder Forderungen in Krypto-Token statt Urkunden verstanden. Häufigstes Mittel für Tokenisierungen ist der sogenannte ERC-20-Token-Standard auf der Ethereum-Blockchain, wobei eine Tokenisierung dabei üblicherweise nach folgendem Schema abläuft: Mittels eines sogenannten *Smart Contract* wird zunächst Name, Tokencode, Anzahl der Token etc. festgelegt und der *Smart Contract* wird sodann in die Blockchain eingepflegt, wodurch er über eine bestimmte Krypto-Adresse erreichbar ist und als Code in jedem Block der Blockchain unveränderbar enthalten ist. Ein so geschaffener Token wird dadurch emittiert, dass von einer *wallet* eine Kryptowährung (z.B. Ether, ETH) an die Adresse

des *Smart Contract* geschickt wird und der absendenden *wallet* sodann die sich nach dem Umrechnungskurs ergebende Anzahl der Token gutgeschrieben wird.

Fraglich ist allerdings, ob dieses Prinzip derzeit bereits mit einer Immobilie an sich, also dem Eigentum an der Immobilie funktioniert. Die bisherigen wenigen „Immobilientokenisierungen“, über die in der Presse zu lesen war, haben eines gemeinsam: Es waren Tokenisierungen, die nur über eine Intermediärstruktur funktioniert haben, wobei also nicht die Immobilie selbst tokenisiert wurde, sondern etwa ein Genussrecht, eine Aktie oder eine Anleihe. Eine echte Tokenisierung einer Immobilie würde bedeuten, dass jeder Tokeninhaber einen entsprechenden Anteil an dieser Immobilie besitzt, ihm anteilig die Erträge aus der Immobilie zustehen würden und er anteilig die Lasten zu tragen hätte – dies alles über automatisierte Prozesse mittels *Smart Contracts* auf der Blockchain. Dies aber würde voraussetzen, dass der Einsatz

der Blockchain-Technologie noch in viele Bereiche ausgebaut werden müsste, in denen sie – bislang – noch keine Anwendung findet. Dazu würde beispielsweise gehören, das Grundbuch auf eine Blockchain umzustellen, Steuerzahlungen in Kryptowährungen zu erlauben oder automatisierte *Smart Contracts* bei der Verwaltung der Immobilie einzusetzen. Im Moment klingt dies noch wie Zukunftsmusik, wobei davon auszugehen ist, dass dies nicht so bleiben wird, sondern zusehends in der Realität ankommt. Im Schweizer Kanton Zug beispielsweise können Unternehmen und Bürger ihre Steuern bis zum Betrag von 100.000 Franken neuerdings in Bitcoin und Ether bezahlen. Die Idee vom „Internet of things“ spielt dabei eine zentrale Rolle. Zielsetzung des „Internet of things“ ist es, automatisch relevante Informationen aus der realen Welt zu erfassen, miteinander zu verknüpfen und im Netzwerk verfügbar zu machen. Mit der Blockchain-Technologie stehen die Voraussetzungen für diese Revolution jedenfalls bereit.



KRYPTO-ASSETS ALS INVESTITIONSOBJEKT FÜR FONDS – FAZIT UND AUSBLICK

Wie oben dargestellt wird es sich bei Krypto-Token nur in den seltensten Fällen um Anteile an einem Investmentvermögen handeln. Davon unabhängig ist allerdings die Frage, ob ein Investmentvermögen selbst in Krypto-Token investieren darf. In Bezug auf taugliche Anlagegegenstände ist hier zunächst grundsätzlich zwischen den Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren (OGAW) und den Alternativen Investmentfonds (AIF) zu differenzieren. Für einen OGAW kommen Krypto-Token nur in Betracht, wenn sie unter einen der in §§ 193-198 KAGB genannten Vermögensgegenstände zu fassen sind, vgl. § 192 KAGB. Der Begriff des Wertpapiers ist dort allerdings nicht definiert. Jedoch erfolgt eine, allerdings im Wortlaut von der MiFiD II abweichende, Definition in der OGAW-RL. Diese Unterschiede relativieren sich allerdings, wenn noch die zusätzlichen Anforderungen aus der OWAG-Durchführungs-RL bei der Auslegung des Begriffs mit herangezogen werden. Im Ergebnis werden, auch um Brüche in der Regelungssystematik zu vermeiden, Wertpapiere im Sinne der MiFiD II (die vgl. oben *Security-Token* erfassen kann) auch als Wertpapiere im Sinne der OGAW-RL und des KAGB angesehen werden können, wenn sie bestimmte zusätzliche Voraussetzungen, darunter die der Bewertbarkeit, erfüllen. Eine solche Bewertung kann am einfachsten erfolgen, wenn der Token an einer Börse oder einem organisierten Markt (der bei multilateralen Handelssystemen, kurz *MTF* gegeben wäre) gehandelt wird. Andernfalls wäre eine teils komplexe Bewertung im Einzelfall erforderlich, die Token als eher unattraktives Investitionsobjekt erscheinen lassen würden. Bereits seit dem Jahr 2019 existiert in Deutschland ein solches dem organisierten Markt zuordenbares MTF. Faktisch wird jedoch die überwiegende Mehrzahl von Krypto-Token noch über Marktplätze in Drittstaaten gehandelt, die keinen organisierten Markt darstellen. Für die Zukunft von Krypto-Token als Anlageobjekt für OWAG wird die Entwicklung einer organisierten Marktstruktur somit eine entscheidende Bedeutung einnehmen. Dies gilt nicht nur aufgrund des dargestellten Bewertungsproblems, sondern auch weil für an organisierten Märkten gehandelte Wertpapiere die 10 % ige Anlagegrenze des § 198 KAGB nicht greift.

Freier in den Anlagemöglichkeiten als der OGAW ist der AIF, der im Gegensatz zum OGAW nicht auf Wertpapierinvestitionen beschränkt ist und für den somit auch jene Token, die wie oben dargestellt nicht als Wertpapier qualifizieren, nicht von vornherein als Investition ausgeschlossen sind. Besondere Freiheiten für die Anlage bieten sich hier gerade bei den offenen und geschlossenen Spezial AIF nach §§ 282 und 285 KAGB, für die kein Katalog zulässiger Anlagegegenstände besteht. Dies könnte sich mit Blick auf die Zukunft allerdings ändern, wenn auch in die Anlagekataloge die Kategorie der Kryptowerte mit aufgenommen wird. Derartige Anregungen bestehen hier auch schon bereits seitens des Finanz- und des Wirtschaftsausschusses im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Fondsstandortgesetz. Dennoch besteht auch hier weiter das Erfordernis, den Anlagegegenstand bewerten zu können. Diesem Bedürfnis könnte auch hier erheblich unkomplizierter nachgekommen werden, wenn sich der Handel mit Krypto-Token auf den organisierten Markt verlagern würde. In diesem Zusammenhang ist ebenfalls positiv zu vermerken, dass sich der Normgeber dieser Fragestellung bereits angenommen hat und sich momentan eine EU-Verordnung über eine Pilotregelung für auf der Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen im Entwurf befindet. Auch wenn diese geplante Regelung noch etliche, vor allem auf finanzielle Obergrenzen bezogene, Beschränkungen aufweist, stellt das Regelungsvorhaben einen wichtigen Schritt in die Richtung einer geeigneten europäischen Marktinfrastruktur dar.



Henning Aufderhaar, LL.M.

Frankfurt am Main
haufderhaar@kslaw.com



Florian Geuder

Frankfurt am Main
fgeuder@kslaw.com

The Rise of Coworking in France Braked But Not Stopped By the COVID-19 Crisis

Emergence of coworking in the French real estate market



Born in Silicon Valley, California, coworking has been booming in France since 2010. The same phenomenon can be observed in other European countries such as the UK, Germany, Spain, and Belgium.

The WeWork Group was founded in New York in 2010 and opened its first center in France in April 2017 in an Art Deco building owned by German investment fund Deka. The building is located at 33 rue Lafayette in the 9th arrondissement of Paris, has nearly 12,000 square meters of floor space, and can accommodate nearly 2,400 people.

More recently, in December 2018, the WeWork Group opened the largest coworking center in Continental Europe at 198 avenue de France in the 13th arrondissement of Paris. The building is owned by Gecina and boasts nearly 20,000 square meters of floor space that can accommodate nearly 4,000 people.

Since our team has been assisting the WeWork Group in its Paris office leasing transactions, we have signed contracts with them for nearly fifteen buildings in Paris and the Paris area, and seven buildings since we joined King & Spalding in February 2019. This total of more than 150,000 square meters of leased office space makes the WeWork Group a current key player in the French and European real estate leasing market.

Today, more than a dozen players are competing in the coworking market in France (WeWork, Blue Office (Nexity), Wojo (formerly Nextdoor), Morning Coworking (BAP), Spaces (Regus), Kwerk, Now Coworking, Start-Way, Le Spot (Multiburo), Secondesk (Gecina), Deskeo, Welkin and Meraki, The Bureau, as well as others) and have contributed to changing the office real estate environment and disrupted traditional market practices.

SIGNIFICANT IMPACT ON THE FRENCH REAL ESTATE MARKET AND TRADITIONAL MARKET PRACTICES

According to a recent study by CBRE,¹ leases signed by coworkers were up 10% in 2018 compared with 2017 and 21% compared with the average over the last ten years.

This increase was driven mainly by the 1,000/5,000 square meter spaces, which had their best performance in ten years with a 25% increase in the first nine months of 2018. Transactions over 5,000/10,000 square meters spaces were also fueled by key players such as WeWork, Spaces, Wojo (formerly Nextdoor) and Morning Coworking, which undoubtedly became a driving force of the real estate leasing market in Paris. As an example, the five largest leasing transactions were signed by coworkers in 2018.

In 2019, more than 190,000 sq.m of offices premises were taken by co-workers in Paris and its suburbs.

In addition to this overwhelming activity of coworkers in the rental market, coworkers are also challenging traditional market practices.

a) Average rents that are higher than traditional office rents

According to a recent study by Cushman & Wakefield,² median face rent was EUR 550 per square meter per year and close to EUR 700 or 800 per square meter per year in late 2018 for refurbished buildings located in the Paris CBD (Central Business District).

Face rent averages EUR 495 per square meter per year in La Défense and EUR 320 per square meter per year in western Paris.

Actually, coworkers were ready to pay a premium and increase the market value to secure transactions, and this has resulted in an increase of the average rents compared to traditional office rents.

Rent represents nearly 40% of coworking companies' expenses, i.e. more than salary and operational costs combined. This underlines how coworkers rely on prime locations in the Paris CBD, i.e. central locations that are densely populated (especially in companies and working population) and more sought-after but also more expensive.

Average incentives are also higher in leases with coworkers such as WeWork, Spaces or Wojo (formerly Nextdoor) than with users of traditional offices. In leases for surface areas of

more than 5,000 square meters, it is not unusual for a landlord to contribute several tens of millions of euros in return for the coworker renovating the building and to receive a face rent higher than the average market rental value over a set period of nine to 12 years.

b) Longer lease duration

Unlike traditional office users, coworkers are more likely to sign leases with firm and long commitments (between nine and 12 years). Longer-term leases are signed by large co-working companies such as WeWork, Spaces or Wojo (formerly Nextdoor) on spaces of more than 5,000 square meters.

Firm long-term leases can be explained mainly by the need for coworkers to make their investment in the renovation of the building profitable and the very high rents they pay, particularly in the Paris CBD.

c) Traditional equation between the landlords' valorization strategies for their building and the operational constraints of users

Coworkers are perceived by landlords as a way to enhance the value of their building in different ways, including:

- optimizing the occupancy of the building: increasing the pre-commercialization rate, generating rent, avoiding an increase in operating costs, etc.
- refurbishing the building: the largest coworkers such as WeWork, Spaces and Wojo (formerly Nextdoor) tend to take on more renovation and compliance work, allowing landlords to deduct costs of this work while increasing the value of their buildings
- bringing the building up to better density standards
- creating a place with the image of a living and modern building
- improving the landlord's image with a new and innovative showcase, etc.

On the other hand, the operational constraints of coworkers differ from those of traditional office users and can be a barrier for some investors. For example, to be profitable, coworking spaces must for the most part be used 24 hours a day, 7 days a week and more intensively than traditional offices. This results in a very high density of desks per square meter, which encourages the resizing of technical equipment and work to optimize the building density and may lead to a reduction in the available surface area (notably by destroying hoppers at each floor). This very intensive use also *de facto* accelerates the obsolescence of buildings.

As a result, it is difficult to make a decision today on the discount or, conversely, the premium in the valuation of buildings rented to coworkers.

However, three sales of buildings leased in whole or in part to coworkers have been signed in Paris at very good return rates: the "Cœur Marais / Fhive" complex, operated by WeWork over a third of its surface area and sold in 2018 by Blackstone to Generali RE at a rate of 3.20% and a metric value of EUR 15,000 per square meter; a 7,500 square meter building acquired in 2018 by Amundi rue Trudaine and leased entirely to WeWork; and the "Hall M" asset, fully leased to WeWork, a 7,500 square meter office space fully refurbished and then sold by 6^{ème} Sens to La Française in 2019 at a rate of 3.90%.

A MOMENTUM HEAVILY IMPACTED BY THE COVID-19 OUTBREAK

The coworkers' business has been heavily impacted by the pandemic. Social distancing and remote working have led to low space utilization rates that have compromised their profitability based on high densification rates. Coworkers whose customers are small enterprises or freelancers have been those who have suffered the most.

As a result, although there have not been any major defaults among the key players of coworking at this stage, some discussions are ongoing between coworkers and their landlords to renegotiate the leases (rent reduction, additional rent-free, rent rescheduling, etc.).

Coworkers have also stopped their investments. Although the first signs of a slowdown emerged in the second half of 2019 when WeWork stopped its expansion further to its announcement not to go public, the start of the pandemic marked a pause in the development of the coworking sector in France.

With a take-up just below 24,000 square meters over the first semester 2020, the coworking market has decreased by 80% over the same period of last year and has been down 63% on the average recorded over the past four years.³ And in 2020, there was only one transaction over 5,000 square meters spaces involving a coworker.

WHAT NEXT? EXPECTED RECOVERY AT THE END OF THE PANDEMIC

Once people will be back at the office, coworking should be well positioned to accompany end-users in the new challenges of flexibility, well-being and collaborative spaces and operational continuity that will occupy a growing place on their agenda.

In particular, working from home at least one or two days a week is likely to be a trend that will continue after the COVID-19 crisis and which will force companies to find more agile solutions in terms of use of workspaces, often closer to employees' homes. Coworking should offer the best flexibility to companies in terms of lease duration, teamwork spaces and technology and should quickly recover after the pandemic.

In the relations between landlords and coworkers, management contracts could be a relevant approach to overcome the current crisis and strengthen their long-term partnership. These contracts guarantee lessors a minimum level of cash flow on less occupied assets, supplemented by a variable remuneration calculated on the occupancy rate and performance of the site, which should improve after the crisis. For coworkers, this approach minimizes the burden of financial commitments in a period of uncertainty, while ensuring a higher return to lessors once profitability is restored. This type of contract could therefore allow both parties to emerge victorious and become a new development axis for the coworking market.

“What next? Expected recovery at the end of the pandemic.”

In the medium to long-term, some predict that the demand for flex-solutions should not only recover but also increase in the sense that more and more end-users will demand for higher solutions of flexibility between traditional office occupancy and new experience of office occupancy.



Guillaume Aubatier

Paris

gaubatier@kslaw.com



Dorian Scemama

Paris

dscemama@kslaw.com

¹ CBRE, *Market situation and impact of coworking* – November 2018

² Cushman & Wakefield – *Study on coworking* – December 2018

³ JLL – *Impact of Covid-19 on the flex office market* – September 2020

Autoren dieser Ausgabe



**Cüneyt Andac,
LL.M. oec.**

Frankfurt am Main
Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht
candac@
kslaw.com



**Guillaume
Aubatier**

Paris
Immobilienrecht
gaubatier@
kslaw.com



**Henning
Aufderhaar, LL.M.**

Frankfurt am Main
Immobilienrecht
haufderhaar
@kslaw.com



**Dr. Andreas
Böhme**

Frankfurt am Main
Finanzierungen;
Aufsichtsrecht
aboehme@
kslaw.com



**Dr. Achim
Döser, LL.M.**

Frankfurt am Main
Aufsichtsrecht
adoeser@
kslaw.com



**Florian
Geuder**

Frankfurt am Main
Finanzierungen;
Aufsichtsrecht
fgeuder
@kslaw.com



**Dr. Sten
Hornuff**

Frankfurt am Main
Immobilienrecht
shornuff@
kslaw.com



**Dr. Sebastian
Kaufmann**

Frankfurt am Main
und New York
Finanzierungen;
Immobilienrecht
skaufmann@
kslaw.com



**Mario
Leißner**

Frankfurt am Main
Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht
mleissner@
kslaw.com



**Michael zu
Löwenstein**

Frankfurt am Main
Corporate;
Restrukturierung
mloewenstein@
kslaw.com



**Dorian
Scemama**

Paris
Immobilienrecht
dscemama@
kslaw.com



**Dr. Axel
Schilder**

Frankfurt am Main
Steuerrecht
aschilder@
kslaw.com



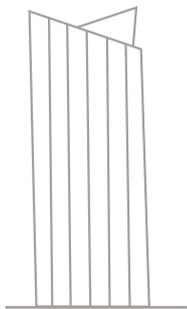
**Alexandra
Weis**

Frankfurt am Main
Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht
aweis@
kslaw.com

Unsere Immobilienkapitalmarktpraxis

DIE GLOBALE IMMOBILIENKAPITALMARKTPRAXIS

Die Immobilienkapitalmarktpraxis gehört zu den Kernbereichen der Kanzlei und den führenden auf dem Markt. Sie umfasst weltweit mehr als 100 Rechtsanwälte in Abu Dhabi, Atlanta, Charlotte, Dubai, Frankfurt am Main, Houston, London, Moskau, New York, Paris, Tokio und Washington, D.C. und berät führende Finanzinstitutionen, REITs, Fonds und Investmentgesellschaften, Immobiliengesellschaften, institutionelle Investoren und Asset Manager bei der Strukturierung ihrer Aktivitäten, Fonds und Vehikel sowie bei der Durchführung ihrer Transaktionen. Die Kombination einer weltweit aufgestellten Immobilienkapitalmarktplattform mit lokaler Expertise und besonderem Know-how auch in den anderen für die Mandanten dieser Praxis wesentlichen Bereichen Aufsichtsrecht, Gesellschaftsrecht, Finanzierung, Steuerrecht und Schiedsverfahrens- bzw. Prozessrecht garantiert, dass die Mandanten mit höchster Qualität und Effizienz sowie mit professionellem Verständnis ihres Geschäfts unterstützt werden.



KONTAKT

King & Spalding LLP, TaunusTurm, Taunustor 1,
60310 Frankfurt am Main, T +49 (69) 257 811 000,
Frankfurt@kslaw.com, www.kslaw.com

DIE DEUTSCHE PRAXIS

Das im Oktober 2007 eröffnete deutsche Büro von King & Spalding hat sich innerhalb kürzester Zeit zu einem der erfolgreichsten anwaltlichen Immobilien- und Fondsmarktteilnehmer des Landes entwickelt. Gründe hierfür sind nach Auskunft unserer Mandanten unsere auf dem Markt einzigartige Branchenfokussierung, die Konzentration auf Beratungsfelder mit marktführender Expertise, die langjährige tagtägliche Praxiserfahrung hierin und außergewöhnliche Branchenkenntnis auch „von innen“. Strategischer und praktischer Schwerpunkt unserer deutschen Praxis ist die spezialisierte und vollumfassende Beratung der deutschen Immobilienfondsindustrie bei der Gründung der KVG, bei der Strukturierung, Auflage, Verwaltung und Liquidation ihrer Fonds und Vehikel sowie im Recht der relevanten Assetklasse, insbesondere im Immobilienrecht. Zu unseren einschlägigen und ständigen Mandanten zählen – mit nur wenigen Ausnahmen – fast sämtliche Anbieter offener Immobilienfonds, hierunter die jeweiligen Marktführer bei Publikums- ebenso wie bei Spezial-Sondervermögen, sowie Verwalter geschlossener Fonds, Asset Manager, institutionelle Investoren und Verwahrstellen.

Natürlich vernachlässigen wir trotz und gerade wegen unserer Fokussierung keines der (sonstigen) Rechtsgebiete, die für unsere Mandanten in diesem Beratungsschwerpunkt relevant sind, und beraten deshalb nicht nur im Aufsichtsrecht und Immobilienrecht, sondern auch im Gesellschafts-, Steuer- und Finanzierungsrecht sowie bei Rechtsstreiten (Prozesse und Schiedsverfahren) – maßgeschneidert für die Immobilien- und Fondsbranche.

*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).

KING & SPALDING



Das deutsche Büro von King & Spalding berät unter Konzentration auf Beratungsfelder mit marktführender Expertise fokussiert in den Bereichen

- Investmentfonds
- Immobilienkapitalmarkt
- Finanzierung
- Prozessvertretung/Schiedsverfahren/
Streitbeilegung
- Life Sciences/Healthcare

Bei grenzüberschreitenden Mandaten überzeugen wir durch optimale Betreuung „aus einer Hand“ unter effizienter Zusammenarbeit mit unseren lokalen Büros und den Experten unseres hervorragenden internationalen Netzwerks.

ABU DHABI
ATLANTA
AUSTIN
BRUSSELS
CHARLOTTE
CHICAGO
DUBAI
FRANKFURT
GENEVA
HOUSTON
LONDON
LOS ANGELES
MOSCOW
NEW YORK
NORTHERN VIRGINIA
PARIS
RIYADH
SAN FRANCISCO
SILICON VALLEY
SINGAPORE
TOKYO
WASHINGTON, D.C.