



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 privatschriftlichen 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 schnel-

ler 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 (AnlV) unterliegen oder diese weiter anwenden, und soll es insofern für die Immobilienquote des § 3 Abs. 5 AnlV qualifizieren, wird auch für das geschlossene Sondervermögen weiterhin der Anlagekatalog des § 231 Abs. 1 KAGB beachtet werden müssen. Gleches gilt für die weiteren Beschränkungen aus der Anlageverordnung bzw. dem Rundschreiben 11/2017 (VA) (Kapitalanlagerundschreiben) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hinsichtlich von Derivaten (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 Kapitalanlagerundschreibens 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 eingebrochenen 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 eingebrochenen 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 „Kreditdurchlauferhitzer“ 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 Finanzierungsgrenzen 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.

SOGENANTES „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 Regierungsentwurfs 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.

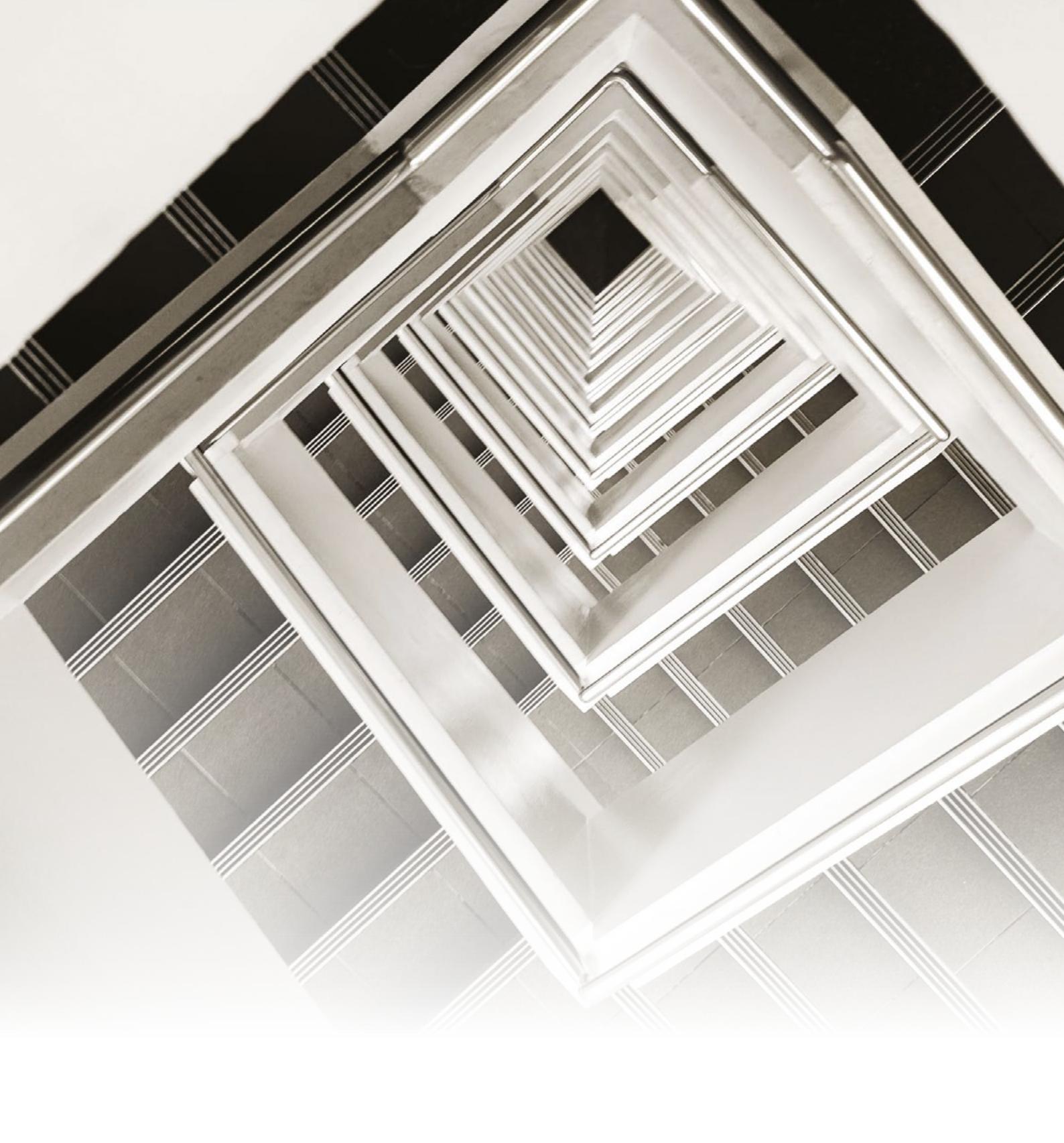
„Leider wurden im Regierungsentwurf des FoStoG im Hinblick auf das geschlossene Sondervermögen keine Änderungen am Investmentsteuergesetz (InvStG) vorgeschlagen.“

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 GECHLOSSENEN 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 Kapitalanlagerundschreibens 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 Finanzierungsdocumenten 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