

2025

Immobilien- kapitalmarkt



Immobilienkapitalmarkt 2025

NAVIGIEREN ZWISCHEN ZEITENWENDE SOWIE WIRTSCHAFTLICHEN UND REGULATORISCHEN VERÄNDERUNGEN IN EINEM WEITERHIN HERAUSFORDERNDEN MARKTUMFELD

Liebe Leserinnen und Leser, liebe Mandantinnen und Mandanten,

es begann mit der Energiewende, wurde dann zur Zeitenwende und endete vorübergehend in der sehnlich erwarteten politischen Wende für Deutschland, nachdem die letzte, dreifarbige Regierungskoalition die Dynamik in unserem Land auf ein neues Deutschland-tempo heruntergebremst hatte, das wohl eher dem einer Gehäuse tragenden Tierart entspricht als einem Land, das für seine Tempolimit freien Autobahnen bekannt ist, sofern jedenfalls die gefühlt nur wenigen baustellenfreien Abschnitte ein unlimitiertes Fahrgefühl überhaupt noch zulassen.

Politische Beschleunigungsmaßnahmen tragen mittlerweile Namen wie „Bazooka“ oder „Turbo“, abgelöst von dem „Investment-Booster“, der allerdings mit einer Zündungsverzögerung bis ins Jahr 2027 bzw. 2028 versehen ist. Es sind diese markigen und medienwirksam inszenierten Ankündigungen von Gesetzesmaßnahmen sowie deren Umsetzungen, die bei Lichte betrachtet diesen Namen zumindest im Sinne einer kurzfristigen positiven Wirkung für die heimische Wirtschaft gerade nicht verdienen.

Aber beschäftigen wir uns besser nicht länger mit einem zu oft betriebenen Politik-Bashing. Konzentrieren wir uns vielmehr kurz vor dem Ende dieses Jahres mit den Möglichkeiten und Herausforderungen, die positive Impulse vermitteln und Investitionschancen über das Jahr 2025 hinaus bieten. Ja, es gibt sie noch diese gesetzgeberischen Werke, die Erleichterungen gerade für die Fondsindustrie und Wasser unter den Investitionskiel für den Wiederaufbau und die Weiterentwicklung unserer maroden Infrastrukturlandschaft von Straßen und Brücken, über Schulen bis hin zu Kasernen liefern können!

Freuen Sie sich mit mir auf einen Ausflug in die Sicherung und Förderung unseres deutschen Wirtschafts- und Fondsstandorts, dessen gesetzgeberische Umsetzung nach dem positiven Beschluss des Bundestages nun kurz bevorsteht. Hierzu lesen Sie, wie lang ersehnte regulatorische und steuerliche Um- oder besser noch Ausklammerungen abgebaut werden sollen, um gerade der Fondsindustrie Investitionen in Energieanlagen und Infrastrukturprojekte in großem Umfang zu ermöglichen, ohne dass es deren Fondsprodukte und den eigenen Status in Gefahr bzw. in eine steuerliche Schieflage bringt. Dies wird flankiert mit gesetzlichen Öffnungen für Kreditfonds, die in anderen Jurisdiktionen schon längst etablierte Investitionsplattformen sind. Was in diesem Zusammenhang das Kreditweitmarktgesetz bereithält, haben wir für Sie in einem vertieften Überblick zusammengestellt.



Aber sich mit der wirtschaftlichen Realität und der Ausweitung von Geschäftsfeldern zu beschäftigen, heißt auch, sich mit der Abwicklung von Fondsstrukturen zu beschäftigen, bei denen das Geschäftsmodell bzw. der Investitionsplan wegen kurzfristigen Ausstiegswünschen von Anlegern plötzlich unter Stress geraten ist. Hierzu lesen Sie bitte gerne, welche Lösungsmöglichkeiten für eine solche Situation im Liquidations- oder liquidationsnahen Stadium rechtlich wie praktisch bereitstehen können, eingebunden in die damit notwendigen konzentrierten Maßnahmen.

Natürlich darf auch die Geldwäsche in diesem Kompendium nicht fehlen, die mittlerweile nahezu alle relevanten Akteure im Immobilien- und Kapitalmarkt in die Pflicht nimmt. Fondsmanager haben hier viele Erfahrungen sammeln können und müssen, aber als Anwälte und Steuerberater können wir Ihnen versichern – wir auch.

Inwieweit uns bei alledem und gerade auch im täglichen Arbeitsprozess Module und Anwendungsprogramme auf Grundlage von künstlicher Intelligenz helfen können, dies erfahren viele von uns zunehmend mit einer immer

größeren und eindrucksvolleren Anwendungstiefe. Rechtlich ist aber gerade die „Ausbildung“ solcher Anwendungsprogramme nicht trivial. Lesen Sie hierzu, welche rechtlichen Fragen sich aus dem Gesichtspunkt des Urheberschutzes für das Trainieren von künstlicher Intelligenz ergeben können und wie dies in der Praxis beachtet oder eben auch nicht beachtet wird.

Sie sehen, es erwartet Sie wieder ein bunter Strauß an Themen, den Sie sich am besten noch vor dem Aufbau des Weihnachtsbaums bei einem gutem Getränk Ihrer Wahl zu Gemüte führen sollten.

Viel Freude bei der Lektüre und einen erfolgreichen Jahresabschluss sowie eine gesegnete Weihnacht

wünscht Ihnen,



**Ihr Axel Schilder
und das gesamte Team
von King & Spalding**



Inhalt

FONDS

- 1. Fondsmarkt im Wandel – Der Gesetzgeber bringt weitere Reformen des KAGB auf den Weg** 01
Andreas Böhme
- 2. Der Immobilien-Spezial-AIF in der Energiewende – aktuelle investmentsteuerliche Schwerpunkte & Ausblick auf das „Standortfördergesetz“** 11
Martin Wolff
- 3. Die Abwicklung eines offenen Spezial-Immobilienfonds** 19
Cüneyt Andac, Anna Gabrysch-Datta
- 4. AML für Immobilienfonds - Immobilienfonds als Verpflichtete nach GwG und EU-AML-VO** 27
Achim Döser

Der Immobilienkapitalmarkt ist eine Veröffentlichung von King & Spalding LLP und darf nicht als Rechtsberatung oder Rechtsgutachten zu bestimmten Fakten oder Umständen ausgelegt werden. Der Inhalt dient ausschließlich allgemeinen Informationszwecken. Es wird dringend empfohlen, dass Sie sich bezüglich Ihrer eigenen Situation und etwaiger spezifischer Rechtsfragen an einen Anwalt wenden.

FINANZIERUNG

- 5. Quo vadis Kreditzweitmarkt? – Ein Ausblick auf aktuelle rechtliche und tatsächliche Entwicklungen** 31
Peter Stainer

- 6. Grüne und nachhaltige Finanzierungen – Berücksichtigung von ESG-Kriterien in Finanzierungsverträgen** 35
Florian Geuder

UMFELD

- 7. Gefährliches Training! - Urheberrechtsprobleme beim Trainieren von KI-Modellen** 39
Michael zu Löwenstein

USA

- 8. Incentive Management Agreements: An Alternative to Joint Ventures for Managing U.S. Real Estate Investments** 41
Dave Powell



Fondsmarkt im Wandel

Der Gesetzgeber bringt weitere Reformen des KAGB auf den Weg

Seit Einführung des KAGB im Jahre 2013 hat es bereits zahlreiche Reformvorhaben bezüglich dieses Gesetzeswerkes gegeben. Dem so genannten KAGB-Reparaturgesetz (2014), welches hauptsächlich technische und redaktionelle Fehler beseitigte, folgten Änderungen im Zusammenhang mit dem OGAW-V-Umsetzungsgesetz (2016) sowie das Fondsstandortgesetz (2021), das Zukunftsfinanzierungsgesetz I (2023) und die zunächst unterbrochenen Gesetzgebungsvorhaben, die als Zukunftsfinanzierungsgesetz II (2024) und Fondsmarktstärkungsgesetz (2024) bekannt geworden sind, neben diversen kleineren Anpassungen, u.a. aus Anlass der Umsetzung europäischer Richtlinien.



Diese teilweise fast schon hektischen Gesetzgebungsaktivitäten zeugen nicht gerade davon, dass das KAGB in seiner ursprünglichen Fassung in jeder Hinsicht besonders gelungen war.

Hauptwettbewerber des deutschen Fondsstandortes ist ohne jeden Zweifel Luxemburg, jedenfalls soweit es um die Auflage und Verwaltung von AIF geht. Es war und ist ein Armutszeugnis für den deutschen Kapitalmarkt, wenn selbst bei rein deutschen Sachverhalten deutsche Anleger und Asset Manager auf Luxemburger Strukturen zurückgreifen. Immerhin wurde das Problem vom Gesetzgeber erkannt und in den vergangenen zwölf Jahren immer mal wieder in Teilen adressiert, auch wenn vieles dabei Stückwerk geblieben ist.

Die letzten Reformvorstöße stammen nun aus dem Jahr 2024 und wurden bereits unter der Ampelkoalition auf den Weg gebracht, konnten aber das Gesetzgebungsverfahren nicht mehr bis zum Ende durchlaufen.

Diese Reformvorhaben, bekannt als das Zukunftsfinanzierungsgesetz II (ZuFinG II) und das Fondsmarktstärkungsgesetz, wurden nun neu aufgenommen. Im September und Oktober 2025 wurden dafür Regierungsentwürfe eines „Fondsrisikobegrenzungsgesetzes“ (FRiG, als Nachfolger des Fondsmarktstärkungsgesetzes) und eines Standortfördergesetzes (StoFöG) (als Nachfolger des ZuFinG II) veröffentlicht.

Dieser Beitrag beleuchtet die für AIF, und zwar vor allem Immobilienfonds, besonders relevanten Vorschläge der Gesetzesentwürfe für das StoFöG und FRiG und macht Vorschläge, welche weiteren Änderungen zur Stärkung des deutschen Fondsstandortes sinnvoll wären.

ZUKUNFTSFINANZIERUNGSGESETZ II

Die die Immobilienfonds betreffenden Regelungen im StoFöG werden nun schon seit Anfang 2023 diskutiert und sind inzwischen über mehrere Gesetzesentwürfe und Konsultationen hinweg in einem für die Praxis weitestgehend tauglichen Rahmen.

Regelungen betreffend die Energiewende

Durch eine neue Ziff. 8 in § 231 Abs. 1 Satz 1 KAGB sollen zukünftig auch Beteiligungen an Infrastruktur-Projekt-

„Nachdem kaum verständliche Dogmatik des Gesetzgebers und der BaFin die deutsche Fondsindustrie zu lange ausgebremst haben, scheinen sich die Dinge nun endlich in die richtige Richtung zu bewegen, auch wenn es weiter noch einiges zu tun gibt.“

gesellschaften, deren Unternehmensgegenstand darauf gerichtet ist, Anlagen zu errichten, zu erwerben, zu bewirtschaften oder zu halten, die zur Bewirtschaftung von erneuerbaren Energien (EEA, sogenannte Freiflächenanlagen) bestimmt und geeignet sind, für ein Immobilien-Sondervermögen gehalten werden. Es ist allerdings weiterhin unklar, ob die dafür vorgesehene Anlagegrenze von 15% des Wertes des Sondervermögens bei Spezial-AIF abbedungen werden kann. Nach dem Wortlaut und der Systematik des Gesetzes lautet die Antwort „ja“, jedoch könnte dem die Gesetzesbegründung entgegenstehen, wonach „die Beteiligung an Projektgesellschaften durch die Möglichkeit des Erwerbs solcher Anlagen nicht zum Hauptzweck eines Immobilienfonds werden [soll]. Ein Fonds, der eine entsprechende Bezeichnung führt, soll auch ganz überwiegend in Immobilien investiert sein.“. Fraglich ist dann weiter, ob etwa durch die Fondskategorien-Richtlinie der BaFin (die aber natürlich keine Gesetzeskraft hat) eine faktische Anlagegrenze bei 50% besteht, so dass jedenfalls ein Spezial-Immobilien-Sondervermögen möglich wäre, das zu 51 % in Immobilien und zu 49% in Freiflächen-PV-Anlagen investiert.

Die Änderungen in Absatz 3 des § 231 KAGB (explizite Aufnahme von (Aufdach-)EEA und E-Mobilität-Ladestationen in den Katalog der zulässigen Gegenstände für ein Immobilien-Sondervermögen) sowie der neu zu schaffende Absatz 6 von § 231 KAGB (Klarstellung, dass die Bewirtschaftungsgegenstände, EEA und Ladestationen vom bzw. für das Sondervermögen auch betrieben werden können) sind ebenfalls seit einigen Gesetzesentwürfen bekannt und sinnvoll und zu begrüßen.

Fraglich ist, ob die Erweiterung in § 231 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 KAGB weitere Folgeänderungen nach sich ziehen sollte. Die Infrastruktur-Projektgesellschaften werden in den

Bewertungsregelungen der §§ 231 Abs. 2, 236, 249, 250 KAGB nicht erwähnt. Das ist vermutlich eine bewusste Entscheidung, da die Regelung in § 231 Abs. 4 KAGB auf die Infrastruktur-Projektgesellschaften erweitert wird und es unwahrscheinlich erscheint, dass dabei die anderen Vorschriften übersehen wurden. Die Ausnahme von den speziellen Immobilien-Bewertungsvorschriften ist auch sinnvoll und zu begrüßen. Es sollte den Regelungen der jeweiligen Anlagebedingungen überlassen bleiben, ob und wie eine Ankaufsbewertung erfolgt. Hinsichtlich der Regelbewertung gelten ohnehin die allgemeinen Vorschriften.

Weitere (Folge-)Änderungen im Gesetz

Folgeänderungen sollten aber in § 235 Abs. 1 Nr. 2 KAGB (und auch direkt in § 231 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 KAGB – „oder Beteiligungen an Gesellschaften, die Infrastruktur-Projektgesellschaften halten“) erfolgen, um auch mehrstöckige Strukturen für das Halten von Infrastruktur-Projektgesellschaften zu ermöglichen. Ebenso sollte durch eine entsprechende Änderung in § 260 Abs. 3 KAGB auch eine Belastung der Freiflächenanlagen selbst (und nicht nur der Anteile an den jeweiligen Infrastruktur-Projektgesellschaften) ermöglicht werden. Besser noch wäre es, wenn bei der Gelegenheit der Wortlaut des § 260 Abs. 3 KAGB an den des (moderneren) § 263 Abs. 3 KAGB angeglichen werden würde (Belastung aller Vermögensgegenstände, die zu dem Sondervermögen gehören, ohne den einschränkenden und unverständlichen Verweis auf § 231 Abs. 1 KAGB). Dann könnten unzweifelhaft nicht nur die EEA, sondern auch bisher vom Verweis in § 260 Abs. 3 KAGB nicht erfasste Vermögensgegenstände wie Bewirtschaftungsgegenstände, (zukünftig) Aufdach-)EEA und Forderungen aus Gesellschafterdarlehen mit belastet werden. Das geschieht zwar auch schon heute, aber mit wechselnden Begründungen mit Verweis auf die Gesetzeshistorie und Gesetzesbegründung zu § 260 Abs. 3 KAGB (oder manchmal auch ohne jede weitere Reflektion). Das könnte dann entfallen. Die unterschiedliche Gesetzesformulierung hinsichtlich der zulässigen Belastungen bei offenen und bei geschlossenen Fonds ist ohnehin nicht nachvollziehbar.

Nachziehen der Anlageverordnung

Neu im Vergleich zum Diskussionsentwurf vom Mai 2024 ist nun auch der Vorschlag für Folgeänderungen in der Anlageverordnung. Die neuen Anlagegegenstände gemäß

§ 231 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 KAGB-E (Infrastruktur-Projektgesellschaften, die Freiflächen-EEA halten) werden nun auch in § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV erwähnt. Fast beiläufig werden darüber hinaus nunmehr auch die Bewirtschaftungsgegenstände (inkl. der neu aufgenommenen Aufdach-EEA und der Ladestationen) und die Liquiditätsanlagen (annähernd so wie in § 253 KAGB geregelt) explizit als zulässige Gegenstände in der Anlageverordnung genannt. Das war bisher nicht der Fall. Hinsichtlich der Liquiditätsanlagen konnte sich der Rechtsanwender dabei bis jetzt immerhin auf entsprechende Ausführungen der BaFin im Kapitalanlagerundschreiben stützen (wonach diese zulässig sind, wenn sie annähernd den Anforderungen von § 253 KAGB entsprechen); hinsichtlich der Bewirtschaftungsgegenstände musste man sich allerdings die Zulässigkeit ihres Erwerbes für einen Fonds nach § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV denken bzw. auch ohne rechtliche Grundlage als selbstverständlich voraussetzen.

Erweiterung des Katalogs des § 284 Abs. 2 Nr. 2 KAGB Das ZuFinG II enthält darüber hinaus eine weitere Deregulierung betreffend offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB: der Katalog der für einen solchen Fonds erwerbbareren Vermögensgegenstände gemäß § 284 Abs. 2 Nr. 2 lit. g) KAGB wird erweitert von (nur) offenen Investmentvermögen auf nunmehr jede Art von Investmentvermögen, also auch geschlossene. Das ist eine nicht zu unterschätzende Erleichterung für Dachfonds-/Umbrella-Konstruktionen, die bei Investitionen in geschlossene Fonds dieselben nun nicht mehr (zuweilen etwas bemüht) als Immobilien-Gesellschaften, Unternehmen oder Wertpapiere qualifizieren müssen.

FONDRISIKOBEGRENZUNGSGESETZ

Das FRiG enthält hauptsächlich Gesetzesänderungen zur Umsetzung der geänderten AIFM-Richtlinie (AIFMD II) sowie weitere Änderungen, insbesondere im KAGB, zur Stärkung des deutschen Fondsmarktstandortes.

Beschränkung der Haftung der Kapitalverwaltungsgesellschaften

Der mit Abstand bemerkenswerteste Änderungsvorschlag findet sich in einem neuen § 93 Abs. 3a KAGB-E. Danach kann eine KVG die Erfüllung von Verbindlichkeiten aus für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger eines Sondervermögens getätigten Rechtsgeschäften solange und in

dem Umfang verweigern, wie sie sich nicht aus dem Sondervermögen tatsächlich befriedigen kann. Diese Einrede hindert nicht den Verzug (es laufen also insb. Verzugszinsen auf) und lässt die Verwertbarkeit von Sicherheiten, die für diese Verbindlichkeiten bestehen, unberührt.

Dieser Vorschlag ist so radikal wie gut. Bisher müssen derartige Haftungsbeschränkungsklauseln mühselig in jeden Vertrag separat hineinverhandelt werden. Die jetzt auch im Gesetz zu verankernde „Haftungsbeschränkung auf das Sondervermögen“ ist dabei im Markt auch bei den Vertragspartnern der Sondervermögen (jedenfalls bei denen, die Erfahrung im Umgang mit Sondervermögen haben) im Grundsatz anerkannt, und zwar genau aus den in der Gesetzesbegründung zu § 93 Abs. 3a KAGB-E genannten Gründen, nämlich weil diese Vertragspartner verstehen, dass sie wirtschaftlich mit dem Sondervermögen kontrahieren und das genau so auch wollen, weil das Sondervermögen regelmäßig im Vergleich zur KVG der deutlich bessere Schuldner ist. Diskussionen gibt es in der Praxis in diesem Zusammenhang allenfalls zu der Frage, wie mit Situationen umzugehen ist, in denen ein Aufwendungsersatzanspruch nicht entsteht, weil die KVG nicht regelmäßig gehandelt hat. Die Kautelarpraxis hat aber auch dazu im Markt akzeptierte Regelungen entwickelt, die die Interessen der KVG und der Vertragspartner angemessen berücksichtigen und ausgleichen. Solche Regelungen sind ergänzend zu einem neuen § 93 Abs. 3a KAGB weiterhin möglich; anders als etwa im Rahmen des § 93 Abs. 2 (Satz 3) KAGB kann die neue Regelung vertraglich modifiziert werden.

Die nun vorgeschlagene gesetzliche Haftungsbeschränkung der Kapitalverwaltungsgesellschaften von Sondervermögen ist eine ausnehmend gute Idee des Gesetzgebers und sehr zu begrüßen. In ausländischem Recht unterliegenden Verträgen bleibt allerdings auch nach einer solchen Gesetzesänderung die Aufnahme vertraglicher Haftungsbeschränkungsklauseln notwendig. Die Regelung hätte keine extritoriale Wirkung und ihre Anerkennung durch ausländische Rechtsordnungen ist jedenfalls nicht sicher. Jedoch wird ihre Existenz gegebenenfalls auch im Ausland die Vereinbarung von Haftungsbeschränkungsklauseln erleichtern, wenn nämlich der Vorschlag sich an der deutschen gesetzlichen Regelung orientiert und das dem Vertragspartner aufgezeigt wird.

Kreditfonds

Eine zentrale Änderung im KAGB ist die Einführung veränderter Vorschriften für die Kreditvergabe durch AIF und ihr Liquiditätsmanagement. Dabei werden die Vorgaben der AIFMD II weitestgehend 1:1 in deutsches Recht umgesetzt. Besonders erwähnenswert ist dabei, dass nunmehr alle Arten von Spezial-AIF (im Grundsatz auch die offenen; diese allerdings nur soweit sie erweiterte Nachweise betreffend ihr Liquiditätsrisikomanagementsystem beibringen können, § 30 Abs. 3a KAGB-E) Darlehen vergeben dürfen (und zusätzlich auch die geschlossenen Publikumsfonds; diese jedoch nur bis maximal 50% ihres Eigenkapitals). Sie unterliegen dabei bestimmten Einschränkungen, insbesondere hinsichtlich des Risiko- und Liquiditätsmanagements und ihrer eigenen Leverage. Wegen der 1:1-Umsetzung der europäischen Vorgaben im deutschen Recht gelten (mindestens) diese Einschränkungen im Ergebnis für alle Kreditfonds in der EU, so dass sich kein Standortnachteil für deutsche Kreditfonds ergeben sollte. Europäische Kreditfonds wurden bisher fast ausschließlich in Luxemburg aufgelegt. Es wird sich zeigen, ob die neue Harmonisierung zu einer stärkeren Streuung hinsichtlich der Domizile der Kreditfonds und ggf. sogar zu einer verstärkten Auflage deutscher Kreditfonds führen wird.

Im Hinblick auf Immobilien- und Infrastrukturfonds ist in diesem Zusammenhang und allgemein in Bezug auf das Fondsmarktstandortgesetz auf folgende Punkte hinzuweisen:

§ 240 KAGB wird vollständig abdingbar

Vor dem Hintergrund der allgemeinen Freigabe der Darlehensgewährung durch Spezial-AIF soll nunmehr der § 240 KAGB insgesamt für Spezial-AIF nach § 284 KAGB und damit (auch) für Immobilien-Spezial-Sondervermögen abdingbar werden. § 240 KAGB ist aus verschiedenen Gründen eine der misslungensten und daher auch am meisten kritisierten Vorschriften des KAGB. In zahllosen Stellungnahmen haben Praktiker immer wieder auf den verfehlten Ansatz hingewiesen, Gesellschafterdarlehen wie von Dritten zur Verfügung gestellten Fremdkapital zu behandeln, und nicht als das, was sie sind, nämlich letztlich Eigenkapital des Gesellschafters.

Im Fondsstandortgesetz 2021 hat der Gesetzgeber erste zaghafte Reformschritte unternommen und die Anwend-

barkeit der Gesellschafterdarlehensgrenzen (Begrenzung des Umfangs, in dem Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften für Rechnung des betreffenden Immobilien-Sondervermögens vergeben werden durften) abgemildert. Die Verpflichtung zur „ausreichenden“ Besicherung von Gesellschafterdarlehen blieb und auch das Problem einer möglichen Anrechnung von Dritt-(Bank-) Darlehen auf die Gesellschafterdarlehensgrenzen, wenn diese auf der Grundlage eines Kreditauftrages vergeben wurden (§ 240 Abs. 3 KAGB), wurde nicht endgültig gelöst. Beide Themen sollten sich spätestens mit der Umsetzung der nun vorgeschlagenen Änderung erledigen, soweit § 240 KAGB insgesamt im Vertragswerk des Spezial-Sondervermögens abgedungen wird. Wenn es keine Gesellschafterdarlehensgrenzen mehr gibt, kann auch keine Anrechnung erfolgen. Das ist zwar im Prinzip auch nach aktueller Rechtslage schon so, aber trotzdem sind im Markt noch Restanten der alten Sichtweise zu beobachten. Damit sollte es dann vorbei sein.

Auswirkung auf das sogenannte Garantieverbot

Die generelle Abdingbarkeit des § 240 KAGB wegen der allgemeinen Freigabe der Darlehensvergabe durch Spezial-AIF sollte auch die Diskussion um das sogenannte „investmentrechtliche Garantieverbot“ beenden, zumindest für Spezial-AIF. Nach richtiger Sichtweise wurde das zuvor in § 93 Abs. 4 KAGB a.F. geregelte Verbot für Kapitalverwaltungsgesellschaften, für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger Verpflichtungen aus einem Bürgschafts- oder einem Garantievertrag einzugehen, 2016 für AIF durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz aufgehoben, nach § 20 Abs. 8 KAGB verschoben und auf OGAW beschränkt. Nichtsdestotrotz hat das BaFin-Referat WA 42 in einer Email an den BVI vom 20. Februar 2018 die Meinung kundgetan, an dem Garantieverbot auch für AIF festhalten zu wollen.

Diese Sichtweise war schon immer nicht haltbar. Der Gesetzgeber hat in der Gesetzesbegründung zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz zur Reichweite des Garantieverbots reflektiert und bewusst eine Beschränkung auf OGAW angeordnet. Ihm hier ein Redaktionsversehen zu unterstellen, ist nicht vertretbar. Außerdem hat auch die BaFin selbst in ihrer Auslegungsentscheidung „Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen usw. für Rechnung des Investmentvermögens“ vom 12. Mai 2015 ausgeführt, dass auch schon vor dieser Änderung des § 93

Abs. 4 KAGB a.F. das Garantieverbot bei europarechtskonformer Auslegung dahingehend auszulegen ist, dass das Verbot nur für OGAW in der Rechtsform eines Sondervermögens gilt, nicht jedoch für AIF.

Trotz dieser eindeutigen Rechtslage hielt die BaFin an dem „Garantieverbot“ auch für AIF fest, was zahlreiche sehr sinnvolle Strukturen und Transaktionen verhinderte, die Kosten für deutsche Immobilien-Sondervermögen erhöhte (wegen der Notwendigkeit alternativer Strukturierungen etwa über Bankbürgschaften oder Inkaufnahme höherer Finanzierungskosten mangels Rückgriffes auf den Fonds) und der Akzeptanz des deutschen Immobilien-Sondervermögens großen Schaden zufügte, insbesondere im Wettbewerb mit Luxemburger Fonds, denen solche Einschränkungen fremd sind.

Das Hauptargument der BaFin für das Festhalten am „Garantieverbot“ war, nachdem der Wortlaut des Gesetzes und die dazu gehörige Gesetzesbegründung genau das Gegenteil ihrer Meinung besagten, dass es doch nicht sein könne, dass die Vergabe von Gesellschafterdarlehen für Rechnung eines Sondervermögens an eine Immobilien-Gesellschaft verboten sei, aber Garantien gegeben werden könnten. Unabhängig davon, dass selbst diese letzte Argumentationslinie der BaFin zur Rettung ihres Garantieverbots unschlüssig war, da die Vergabe von Gesellschafterdarlehen nicht verboten, sondern allenfalls eingeschränkt war, sollte dieses Argument allerspätestens jetzt entfallen. Nachdem Spezial-AIF ohne weiteres Darlehen (und erst recht Gesellschafterdarlehen) vergeben können, kann auch diese Sichtweise von der BaFin nicht aufrechterhalten werden. Das ist jedenfalls der Fall im Hinblick auf Spezial-AIF, die § 240 KAGB abbedungen haben. Richtigerweise betrifft es aber aus den oben genannten Gründen alle Immobilien-Sondervermögen, einschließlich der Publikums-Sondervermögen.

Immobilienfonds als „kreditvergebende AIF“

In Umsetzung der AIFMD II-Richtlinie soll eine Definition für „kreditvergebende AIF“ eingeführt werden, für die bestimmte, strengere regulatorische Anforderungen gelten. Ein kreditvergebender AIF ist ein AIF, „a) dessen Anlagestrategie hauptsächlich darin besteht, Kredite zu vergeben, oder b) dessen vergebene Kredite einen Nominalwert haben, der mindestens 50 Prozent seines Nettoinventarwerts ausmacht.“

Das letzte Kriterium ist dabei problematisch, weil unter den (im Gesetz nicht definierten) Begriff „Kredit“ sicher auch Gesellschafterdarlehen fallen. Dies folgt aus verschiedenen Vorschriften u.a. aus der ebenfalls neu aufzunehmenden Definition für Gesellschafterdarlehen, die lautet: „Gesellschafterdarlehen ist ein Kredit, den ein AIF einem Unternehmen gewährt, an dem er direkt oder indirekt mindestens 5 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte hält [...]“.

Man stelle sich nun eine typische Halte- und Finanzierungsstruktur innerhalb eines Immobilienfonds vor: der Fonds hält eine Immobilien-Gesellschaft, die eine Immobilie für einen Kaufpreis von z.B. 100 erwirbt (oder der Fonds erwirbt diese Gesellschaft im Wege eines Share Deal). Die Immobilien-Gesellschaft nimmt direkt ein Bankdarlehen von 50 auf (LTV 50%). Der NAV des Fonds beträgt damit 50. Wenn nun der Fonds die Immobilien-Gesellschaft mit 25 (echtem, buchhalterischen) Eigenkapital und 25 Gesellschafterdarlehen finanziert (ein völlig typisches bzw. sogar eher konservatives Verhältnis), so ist er bereits ein „kreditvergebender AIF“ im Sinne der gesetzlichen Definition (Gesellschafterdarlehen von 25 bei einem NAV von 50), obwohl er nach klassischem und auch wirtschaftlichem Verständnis ganz gewiss keiner ist bzw. sein sollte.

Es gibt im Rahmen der Regelungen zu kreditvergebenden AIF verschiedene Ausnahmen für solche AIF, die Kredite

nur in Form von Gesellschafterdarlehen vergeben, z.B. in § 29a Abs. 2, Abs. 5 Satz 4 KAGB-E, aber es erscheint nicht zweckmäßig, Strukturen wie in dem o.g. Beispiel grundsätzlich den Regelungen über kreditvergebende AIF zu unterwerfen und sie dann jeweils von den entsprechenden Regelungen wieder auszunehmen, zumal unsicher ist, ob diese Ausnahmen tatsächlich immer an allen relevanten Stellen aufgenommen werden, einschließlich in etwaigen Regulatory Technical Standards, ESMA-/BaFin-Verlautbarungen etc. Besser wäre es sicher, solche Strukturen gar nicht erst als „kreditvergebende AIF“ zu definieren.

Insbesondere deutlich wird das im Rahmen des § 30 Abs. 3a KAGB-E, der regelt, dass kreditvergebende AIF geschlossene AIF sein müssen, und offene nur, wenn die KVG der BaFin gegenüber nachweisen kann, dass das Liquiditätsrisikomanagementsystem des AIF mit der Anlagestrategie und der Rücknahmepolitik der KVG vereinbar ist. Wie oben dargestellt, fallen über Immobilien-Gesellschaften investierende AIF mit ganz typischen Finanzierungsstrukturen schon bei 50% Finanzierung über Bankdarlehen mit Gesellschafterdarlehen in Höhe von nur 25% LTV unter die Definition von „kreditvergebenden AIF“. Bei höherer externer Leverage (und damit sinkendem NAV des AIF) sinkt die Gesellschafterdarlehensgrenze noch weiter. Eine Ausnahme für nur Gesellschafterdarlehen vergebende AIF ist in § 30 Abs. 3a KAGB-E nicht vorgesehen. Wird das so Gesetz, dann verschlechtern sich die Möglichkeiten für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen



für offene Fonds dramatisch, selbst im Vergleich zur jetzt schon bestehenden, alles andere als optimalen Rechtslage. Sie müssten entweder den Umfang der Gesellschafterdarlehen auf unter 50% des NAV beschränken (und zwar selbst soweit nur 100%-Beteiligungen gehalten werden, für die es nach aktueller Rechtslage gar keine nicht-abdingbaren Finanzierungsgrenzen gibt) oder die (noch näher zu definierenden) Anforderungen an ein verschärftes Liquiditätsrisikomanagementsystem erfüllen. Eine Ausnahme von nur Gesellschafterdarlehen vergebenden AIF von den Anforderungen des § 30 Abs. 3a KAGB-E erscheint daher dringend erforderlich.

Die entsprechende Regelung ist allerdings aus der AIFMD II-Richtlinie übernommen und kann daher nicht ohne weiteres im deutschen Recht anders gestaltet werden. Soweit eine Ausnahme europarechtlich nicht möglich ist, kann die Problematik wohl nur so gelöst werden, dass die BaFin nur Gesellschafterdarlehen vergebende AIF faktisch von § 30 Abs. 3a KAGB-E ausnimmt, indem sie die Anforderungen an die danach zu erbringenden Nachweise praktisch auf Null setzt. Noch besser wäre es aber sicherlich, nur Gesellschafterdarlehen vergebende AIF von der Definition der kreditvergebenden AIF ganz auszunehmen, soweit dies rechtlich möglich ist.

Erstmalige spezielle Regulierung des Service-KVG-Konzepts

Durch das FRiG erfolgt zum ersten Mal im KAGB eine gesetzgeberische Anerkennung / Regulierung des Service-KVG-Konzepts. Service-KVGs sind ein wichtiger und seit langem faktisch anerkannter Teil der Fondsindustrie; eine gesetzliche Regelung betreffend dieses Konzept gab es bisher allerdings nicht. In einem neuen Absatz 4a des § 27 KAGB sollen nunmehr Regelungen aufgenommen werden betreffend den Umgang, die Offenlegung und Berücksichtigung von Interessenkonflikten durch eine KVG für den Fall, dass die KVG ein Investmentvermögen auf Initiative eines Dritten verwaltet oder dies beabsichtigt, einschließlich solcher Fälle, in denen das Investmentvermögen den Namen eines als Initiator auftretenden Dritten verwendet oder in denen eine KVG einen als Initiator auftretenden Dritten als Auslagerungsunternehmen nach § 36 Abs. 1 KAGB bestellt.

Der genaue Umfang der Offenlegungspflichten muss in der Aufsichtspraxis noch entwickelt werden, allerdings soll

an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass die Formulierung „auf Initiative eines Dritten“ auch die Fälle mit umfasst, in denen die Initiative vom Anleger selbst ausgeht, was keineswegs ungewöhnlich ist, vor allem in Bezug auf die in letzter Zeit häufiger auftretenden Einbringungsfonds oder Bündelungsfonds, in denen ein Anleger bisher auf der eigenen Bilanz gehaltene Immobilien bzw. verschiedene direkte Fondsbeteiligungen in einen neuen Fonds einbringt. Es erscheint zweifelhaft, ob die neuen Regelungen zu Interessenkonflikten in einer solchen Situation Sinn machen, auch und vor allem vor dem Hintergrund, dass die angemessene Behandlung von Interessenkonflikten in erster Linie die Anleger schützen soll, was erkennbar unnötig ist, wenn der Dritte der Anleger selbst ist. Eine generelle Ausnahme der Anleger von dieser Vorschrift erscheint aber jedenfalls im Gesetz kaum möglich, weil auch diese Regelung weitestgehend wörtlich eine Umsetzung der Vorgaben der AIFMD II darstellt.

Abwicklung durch die KVG / Kein Übergang auf die Verwahrstelle

Eine weitere wichtige Änderung betrifft das Schicksal des Sondervermögens bei Kündigung der Verwaltung des Sondervermögens durch die KVG (§ 99 Abs. 1 KAGB) und bei Ablauf der Frist des § 257 Abs. 4 KAGB (36 Monate) nach Aussetzung der Rücknahme der Anteile des Sondervermögens durch die KVG. In beiden Fällen ist bisher geregelt, dass das Sondervermögen auf die Verwahrstelle übergeht, die es abzuwickeln und an die Anleger zu verteilen hat.

Nach der nun vorgeschlagenen Regelung erfolgt kein Übergang mehr auf die Verwahrstelle. Das Sondervermögen verbleibt vielmehr bei der KVG und diese hat es abzuwickeln und zu verteilen. Das Verwaltungsrecht erlischt erst mit Beendigung der Abwicklung. Die Begründung für die Änderung in § 99 Abs. 1 KAGB (sinngemäß: die KVG hat den Schlamassel verursacht, also soll sie ihn auch ausbaden) mutet dabei ein wenig merkwürdig an. Es ist jedenfalls nicht bekannt, dass mutwillige, unbegründete Kündigungen derart überhandgenommen haben, dass das Problem nun einer gesetzlichen Adressierung bedurfte. Kündigungen der Verwaltung sind tatsächlich sehr selten und erfolgen, wenn überhaupt, regelmäßig nur in den Fällen, in denen es gar nicht mehr anders geht, insbesondere (im Falle von Spezial-AIF)

„Luxemburg ist ohne jeden Zweifel Hauptwettbewerber des deutschen Fondsstandortes.“

wenn die Verwaltung des Fonds wegen eskalierender Streitereien unter den Anlegern, inkl. Klagedrohungen gegenüber der KVG wenn sie dies oder das tun oder unterlassen sollte, praktisch unmöglich geworden ist. Im Rahmen des § 257 KAGB ist es letztlich genauso; die KVG hat an Rückgaben von Anteilen regelmäßig kein Interesse und versucht sie stets so weit es geht schon im Vorfeld zu verhindern.

Dennoch ist die Neuregelung absolut sinnvoll und zu begrüßen. Wie nun auch der Gesetzgeber erkannt hat, ist die Verwahrstelle in der Regel weder personell noch im Hinblick auf die dafür notwendigen Systeme und Organisationsvoraussetzungen in der Lage, ein Sondervermögen (vor allem ein Immobilien-Sondervermögen) zu verwalten. In der Praxis wurde die Verwaltung des Sondervermögens bei einem Übergang auf die Verwahrstelle aus diesem Grund auch sofort wieder ausgelagert, dabei in der Regel auf genau die KVG, von der es gerade übergegangen war. Die Gesetzesänderung würde nunmehr diese Praxislösung als Rechtsfolge festschreiben. Vor allem auch hinsichtlich etwaiger ausländischem Recht unterliegender Vermögenswerte (insbesondere ausländische Immobilien-Gesellschaften oder Immobilien) können so viele Konflikte vermieden werden, denn der bisher vom deutschen Recht angeordnete Rechtsübergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle wird in den meisten Fällen in den ausländischen Rechtsordnungen ohnehin nicht anerkannt werden.

Auch im Hinblick auf die Finanzierungsverträge für in einem Sondervermögen gehaltene Immobilien sollten sich durch die Neuregelung positive Effekte ergeben. Nach vielen dieser Verträge stellt die Kündigung der Verwaltung und die Aussetzung der Rücknahme der Anteile an einem Sondervermögen (letzteres zumindest nach Ablauf einer gewissen Frist, häufig 24 Monate) einen Kündigungsgrund dar. Hintergrund ist die Sorge der Banken, bei Übergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle rechtlichen

Problemen oder zumindest Unsicherheiten ausgesetzt zu sein (Schuldner der Ansprüche aus dem Darlehensvertrag bleibt nach h.M. die KVG, da Verbindlichkeiten nicht mit übergehen, diese hat nach Übergang aber keine Verfügungsmacht mehr über die Vermögenswerte, aus denen diese Verbindlichkeiten zu bezahlen sind). Diese Sorge würde nun entfallen und damit auch die Grundlage für die Aufnahme entsprechender Kündigungsgründe.

Geschlossenes Sondervermögen auch als Publikumsfonds möglich

Geschlossene Sondervermögen gibt es seit dem Fondsstandortgesetz 2021. Sie wurden eingeführt durch eine Änderung des § 139 KAGB, allerdings wurde diese Rechtsform auf Spezial-AIF beschränkt. In der Praxis trifft man sie hier und da, der ganz große Durchbruch ist ihnen aber (bisher) nicht gelungen, was sicher auch und vor allem daran liegt, dass sie nicht als Spezial-Investmentfonds i.S.d. §§ 25 ff. InvStG (sogenannte Kapital 3-Fonds) ausgestaltet werden können, eine weitere gesetzgeberische Entscheidung, die nur schwer verständlich ist.

Durch eine weitere entsprechende Änderung des § 139 KAGB soll die Beschränkung auf Spezial-AIF nunmehr aufgegeben und die Rechtsform auch für Publikumsfonds zulässig werden. Dies entspricht einer seit langem gestellten Forderung der Fondsindustrie, die sich davon eine Belebung des in den letzten Jahren geradezu dramatisch geschrumpften Marktes für geschlossene Immobilien-Publikumsfonds erhofft. Die Rechtsform des geschlossenen Sondervermögens vereint die regulatorische Flexibilität der Investmentkommanditgesellschaft (relativ liberale Produktvorschriften, insb. keine Geltung der §§ 230 ff. KAGB) mit der einfacheren zivil-/wertpapierrechtlichen Handhabung des Sondervermögens (insb. kein Handelsregister, depotfähig) und kann deshalb insofern in der Tat eine positive Rolle bei der Renaissance diese Marktsegments spielen.

Sonderbeauftragter

In den §§ 40a ff. KAGB-E sollen detaillierte Regelungen betreffend die Bestellung und die Aufgaben eines Sonderbeauftragten aufgenommen werden. Die Möglichkeit der Bestellung eines Sonderbeauftragten für eine KVG durch die BaFin gibt es schon nach aktuellem Recht (§ 40 Abs. 2 KAGB), allerdings nur anstelle eines abberufenen Geschäftsleiters. Das Instrument der Bestellung

eines Sonderbeauftragten soll nun in Anlehnung an die Regelungen für Kreditinstitute erheblich ausgeweitet und als ein eigenständiges Aufsichtsinstrument mit überwiegend präventivem Charakter etabliert. Neben der weiterhin möglichen Bestellung als Ersatz für abberufene Geschäftsleiter kommt eine Bestellung vor allem in Betracht, wenn Organe oder einzelne Organmitglieder der KVG nicht über die erforderliche Zuverlässigkeit oder fachliche Eignung verfügen, zur Herstellung und Sicherung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation der KVG oder um Maßnahmen zur Abwehr von Gefahren für die Gläubiger oder die von der KVG verwalteten Vermögensgegenstände zu überwachen oder selbst zu ergreifen. Soweit Organfunktionen wahrzunehmen sind, kommen nur natürliche Personen als Sonderbeauftragte in Betracht, in den übrigen Fällen auch juristische Personen (z.B. Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oder Buchprüfungsgesellschaften).

Subscription Line Facility

Die Regelungen der AIFMD II, die durch das FRiG in das KAGB eingeführt werden, enthalten eine Reihe moderner Instrumente, deren Übernahme auch an anderer Stelle im Gesetz Sinn machen würde. Zu nennen dabei ist z.B. die Regelung in § 29a Abs. 5 Satz 3 KAGB-E, wonach Kreditvereinbarungen, die vollständig durch vertragliche Kapitalverpflichtungen von Anlegern des kreditvergebenden AIF abgedeckt sind, bei der Berechnung der Leverage-Grenze dieses AIF nicht mitzählen. Auf diese Weise werden sogenannte Subscription Line Facilities bei der Berechnung der Finanzierungsgrenzen nicht mit berücksichtigt. Eine ähnliche Regelung gibt es auch schon in Art. 16 Abs. 1 ELTIF-VO. Obwohl sie im Immobilienfondsbereich keine so große Bedeutung haben wie im Private Equity-Bereich, könnte trotzdem überlegt werden, eine solche Regelung auch für § 254 KAGB (der über § 260a KAGB auch für Infrastruktur-Sondervermögen gilt) vorzusehen und trotz § 263 Abs. 5 KAGB auch für geschlossene Publikumsfonds bei der Finanzierungsgrenze nach § 263 Abs. 1 KAGB.

Passive Grenzverletzungen

In § 29a Abs. 6 KAGB-E wird zum ersten Mal im KAGB die passive Grenzverletzung (Überschreiten der Finanzierungsgrenze ohne Verschulden der KVG wie z.B. aufgrund von Wechselkursschwankungen oder Abwertungen der Vermögenswerte) gesetzlich geregelt (eine ähnliche Regelung gibt es auch schon in Art. 14 ELTIF-VO).

Wird die Finanzierungsgrenze für kreditvergebende AIF von diesen passiv überschritten, so hat die KVG in einer solchen Situation innerhalb einer angemessenen Frist die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um die Situation zu korrigieren, wobei sie den Interessen der Anleger des kreditvergebenden AIF gebührend Rechnung zu tragen hat. Dies entspricht in etwa der bereits bestehenden Verwaltungspraxis der BaFin im Bereich des § 254 KAGB. Es wäre sicher begrüßenswert, eine entsprechende Regelung nun auch explizit im § 254 KAGB aufzunehmen und gegebenenfalls auch an allen anderen Stellen im Gesetz, an denen Anlagegrenzen statuiert werden (z.B. §§ 231 Abs. 1, § 240 Abs. 2, § 284 Abs. 4 KAGB, ebenso im Hinblick auf die Finanzierungsgrenze von 60% für Immobilienfonds nach § 2 Abs.1 Satz 1 Nr. 14 c) AnlV i.V.m. dem Kapitalanlagerundschreiben der BaFin).

Fazit

Der schiere Umfang der durch das Standortfördergesetz und Fondsrisikobegrenzungs-gesetz geplanten Änderungen im KAGB (auch ohne die durch die Umsetzung von europäischem Recht veranlassten) zeugt von den vielen Baustellen, die die investmentrechtliche Gesetzgebung in Deutschland weiter aufweist. Nachdem kaum verständliche Dogmatik des Gesetzgebers und der BaFin die deutsche Fondsindustrie zu lange ausgebremst haben, scheinen sich die Dinge nun endlich in die richtige Richtung zu bewegen, auch wenn es weiter noch einiges zu tun gibt.

AUTOR



Dr. Andreas Böhme legt die Schwerpunkte seiner Beratungspraxis auf die Bereichen Fondsstrukturierung, Finanzierung und Restrukturierung. Er berät ausländische und deutsche geschlossene und offene Investmentfonds sowie

institutionelle Anleger, Sponsoren, Investoren, Projektentwickler und Darlehensgeber im Zusammenhang mit der Strukturierung sowie der Eigen- und Fremdfinanzierung von Unternehmens- und Immobilienakquisitionen sowie Projektfinanzierungen und der Strukturierung von Unternehmensinvestitionen, Restrukturierungen und Ankäufen, Verkäufen und Finanzierungen.



Der Immobilien-Spezial-AIF in der Energiewende

Aktuelle investmentsteuerliche Schwerpunkte & Ausblick auf das „Standortfördergesetz“

Im Kontext der Energiewende ergeben sich neue Chancen aber auch steuerliche Herausforderungen. Dies gilt insbesondere für als Immobilien-Spezial-AIFs ausgestaltete Sondervermögen, die in inländische Wohn- und Gewerbeimmobilien investieren. Diese sind mit der Notwendigkeit konfrontiert, ökologische Nachhaltigkeit mit steuerlicher Effizienz zu verbinden.

Der Beitrag beleuchtet zunächst aktuelle investmentsteuerliche Fragestellungen im Zusammenhang mit der Errichtung und dem Betrieb von Photovoltaikanlagen und Elektro-Ladeinfrastruktur durch ein als Immobilien-Spezial-AIF ausgestaltetes Sondervermögen. Im Anschluss daran erfolgt ein Ausblick auf eine mögliche künftige Rechtslage für steuerliche Spezial-Investmentfonds unter Zugrundelegung der investmentsteuerlichen Inhalte des am 19. Dezember 2025 vom Bundestag beschlossenen Gesetzentwurfs der Bundesregierung in der vom Finanzausschuss des Bundestages geänderten Fassung eines „Gesetzes zur Förderung privater Investitionen und des Finanzstandorts (Standortfördergesetz / StoFöG)“ („StoFöG“).

I. PRAXISFALL: NACHHALTIGE ENERGIE UND ELEKTROMOBILITÄT

Der nachfolgende Sachverhalt veranschaulicht eine typische Fallkonstellation, wie sie regelmäßig in unserer steuerlichen Beratungspraxis anzutreffen ist:

Ein als Immobilien-Spezial-AIF ausgestattetes Sondervermögen („Fonds“) qualifiziert aufsichtsrechtlich als offener inländischer Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 Kapitalanlagegesetzbuch („KAGB“) und investmentsteuerrechtlich als Spezial-Investmentfonds gemäß §§ 25 ff Investmentsteuergesetz („InvStG“).

Das Management des Fonds plant im Zusammenhang mit der von dem Fonds verfolgten sog. „Value Add“-Strategie die Wirtschaftlichkeit und Wettbewerbsfähigkeit der im Bestand gehaltenen Wohn- und Gewerbeimmobilien steigern.

Hierfür soll sowohl Strom aus regenerativen Energiequellen an die Mieter geliefert werden als auch Infrastruktur für Elektromobilität bereitgestellt werden. Diese Maßnahmen sollen nicht nur ökologische Ziele fördern, sondern auch die Wirtschaftlichkeit und Wettbewerbsfähigkeit der Immobilien steigern.

„Als Immobilien-Spezial-AIF ausgestaltete Sondervermögen müssen im Kontext der Energiewende ökologische Nachhaltigkeit mit steuerlicher Effizienz verbinden.“

Konkret sind folgende Maßnahmen geplant:

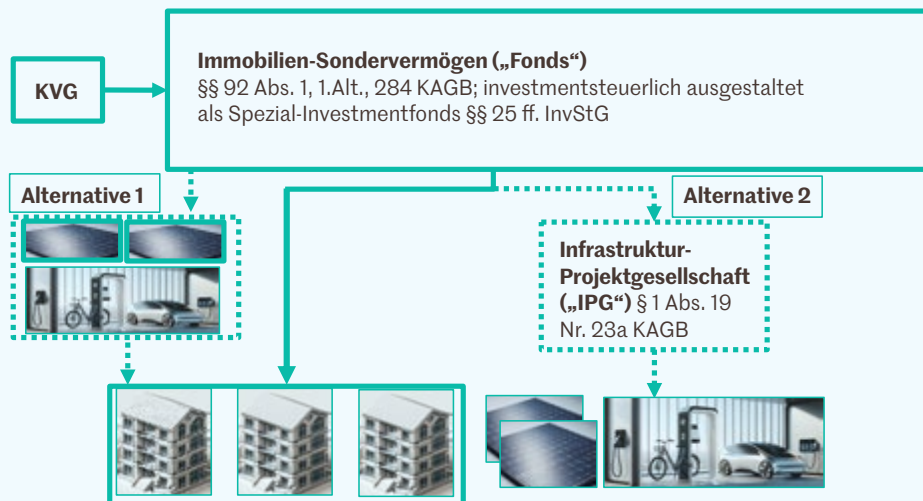
- Installation von Photovoltaikanlagen („PV-Anlagen“) auf den Dächern der Bestandsimmobilien;
- Installation von Elektro-Ladestationen für PKW / Fahrräder („E-Ladestationen“) der Mieter in den Bestandsimmobilien.

Im Folgenden werden anhand von zwei Sachverhaltsalternativen investmentsteuerliche Herausforderungen für den Fonds bei der Umsetzung der vorstehenden Maßnahmen dargestellt und erläutert.

Zwei Sachverhaltsalternativen

Die erste Sachverhaltsalternative („Alternative 1“) sieht vor, dass der Fonds die PV-Anlagen und E-Ladestationen „selbst“ betreibt.

Praxisfall: Nachhaltige Energie und Elektromobilität



Die zweite Sachverhaltsalternative („Alternative 2“) sieht vor, dass der Fonds die PV-Anlagen und Ladestationen indirekt, d.h. mittels einer zwischengeschalteten Infrastruktur-Projektgesellschaft gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 23a KAGB, betreibt.

II. INVESTMENTSTEUERLICHE HERAUSFORDERUNGEN AUF GRUNDLAGE DER AKTUELLEN RECHTSLAGE

1. ALTERNATIVE 1: BETREIBEN DER PV-ANLAGEN UND E-LADESTATIONEN DURCH FONDS

Im Folgenden werden gewerbsteuerliche und investmentsteuerliche Auswirkungen des Betriebens der PV-Anlagen und E-Ladestationen durch den Fonds erläutert.

Gewerbsteuer / aktive unternehmerische Bewirtschaftung

Die Einnahmen aus dem Betrieb der PV-Anlagen und E-Ladestationen unterliegen nicht der Gewerbsteuer, sofern der Fonds die investmentsteuerlichen Vorgaben für eine sog. „aktive unternehmerische Bewirtschaftung“ gemäß § 29 Abs. 1 i.V.m. § 15 Abs. 2 InvStG („auB“) im Auge behält.

Eine gesetzliche Definition der auB sieht das InvStG allerdings nicht explizit vor.

Ausweislich der Verlautbarung des Bundesfinanzministeriums (vgl. BMF-Schreiben vom 21.05.2019, Ziff. 15.17, „Schreiben betr. Investmentsteuergesetz; Anwendungsfragen zum Investmentsteuergesetz in der ab dem 1. Januar 2018 geltenden Fassung (InvStG)“ – („BMF-Schreiben InvStG“)) ist bei der Vermietung von Immobilien unter anderem regelmäßig nicht von einer auB auszugehen, bei *Zusatzleistungen oder Nebenleistungen* des Vermieters gegenüber dem Mieter. Hierbei soll keine auB bei *geringfügigen Einnahmen aus Nebentätigkeiten*, wie zum Beispiel der Energieerzeugung mittels Photovoltaikanlagen, Blockheizkraftwerken, Geothermieanlagen und vergleichbaren Anlagen vorliegen. Allerdings ist hierbei die 5 %-Bagatellgrenze des § 15 Abs. 3 InvStG zu beachten. Mit anderen Worten stellt auch die Erzeugung oder Lieferung von Strom aus PV-Anlagen oder E-Ladestationen, die im Zusammenhang mit Immobilieneinkünften stehen,

bei Überschreiten der 5 %-Bagatellgrenze des § 15 Abs. 3 InvStG eine auB dar.

Sollte eine auB durch den Fonds gegeben sein, ist dies gemäß § 29 Abs. 1 InvStG i.V.m. § 15 Abs. 3 InvStG grundsätzlich unschädlich, wenn die inländischen und die ausländischen Einnahmen aus einer auB innerhalb eines Geschäftsjahres weniger als 5 % der gesamten Einnahmen (Bagatellgrenze) betragen. Ausweislich der Finanzverwaltung ist hinsichtlich des Begriffs der „gesamten Einnahmen“ nicht nur auf die inländischen Einnahmen, sondern auf alle weltweit erzielten Einnahmen abzustellen. Mit Einnahmen sind die zugeflossenen Güter in Geld oder Geldeswert ohne Berücksichtigung von Werbungskosten gemeint (vgl. Ziff. 15.35 BMF-Schreiben InvStG).

Sollten also die Einnahmen des Fonds aus dem Betrieb der PV-Anlagen und E-Ladestationen mehr als 5 % der gesamten in- und ausländischen Einnahmen des Fonds betragen, unterläge der aus dieser auB erzielte Gewinn auf Ebene des Fonds der Besteuerung mit Gewerbesteuer.

Demgegenüber bleiben Einkünfte des Fonds aus Vermietung und Verpachtung der Immobilien gewerbsteuerfrei, da ausschließlich die auB des Fonds einen für gewerbsteuerliche Zwecke separaten „wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb“ bildet.

Worst-Case: Statusverlust als Spezial-Investmentfonds

Gemäß der für Spezial-Investmentfonds anwendbaren Bestimmungen des § 26 InvStG muss zur Qualifizierung des Fonds als Spezial-Investmentfonds gemäß § 26 Nr. 7a InvStG die Voraussetzung der Gewerbesteuerbefreiung gemäß § 15 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 InvStG erfüllt sein, d.h. eine auB des Vermögens des Fonds muss ausgeschlossen sein.

Sofern diese Voraussetzungen vorliegen und der Fonds die Transparenzoption für Beteiligungserträge (§ 30 Abs. 1 S. 1 InvStG) bzw. die Immobilien-Transparenzoption (§ 33 Abs. 2 S. 3 InvStG) ausgeübt hat, unterliegt dieser einer transparenten Besteuerung, d.h. die Erträge bleiben auf Ebene des Fonds unbesteuert und werden erst auf Anlegerebene einer Besteuerung unterworfen.

Gemäß § 26 Nr. 7a InvStG sind in diesem Zusammenhang die 5 %- und die 20 %-Bagatellgrenzen zu beachten:

Zu einem Statusverlust des Fonds als Spezial-Investmentfonds kann es nach aktueller Rechtslage kommen, wenn (i) entweder die 5 %-Bagatellgrenze durch Einnahmen aus auB (§ 26 Nr. 7a S. 1 InvStG), die nicht aus den PV-Anlagen und E-Ladestationen stammen, überschritten wird oder (ii) diese 5 %-Bagatellgrenze nur durch die Einnahmen aus den PV-Anlagen und E-Ladestationen und gleichzeitig die 20 %-Bagatellgrenze des § 26 Nr. 7a S. 2 InvStG überschritten wird und jeweils bei (i) oder (ii) ein wesentlicher Verstoß gegen die investmentsteuerlichen Anlagebestimmungen gegeben ist (vgl. Ziff. 26.3 BMF-Schreiben InvStG).

Ob ein Verstoß wesentlich ist, soll ausweislich der Finanzverwaltung, von den Gesamtumständen des Einzelfalls abhängen. Dabei soll bei der Beurteilung der Wesentlichkeit insbesondere der Grad des Verschuldens des Verwalters bei der Entstehung des Verstoßes, die Zeitdauer des Verstoßes, der wertmäßige Umfang des Verstoßes im Verhältnis zum Gesamtwert des Fondsvermögens und der Umfang der Bemühungen des Verwalters, die auf eine Beseitigung des Verstoßes gerichtet sind, berücksichtigt werden (vgl. Ziff. 26.3 BMF-Schreiben InvStG).

Ein konsequentes Monitoring der 5 %- bzw. 20 %-Bagatellgrenzen des § 26 Nr. 7a InvStG ist daher geboten.

In der Praxis stellt sich häufig die Herausforderung, eindeutig zu bestimmen, durch wen das Monitoring der steuerlichen Bagatellgrenzen erfolgt. Das steuerliche Fachwissen liegt beim Steuerberater des Fonds. Wohingegen der zuständige Asset Manager über die für die Berechnung erforderlichen Einnahmen aus den PV-Anlagen und E-Ladestationen verfügt. Es muss also ein strukturierter und verlässlicher Informationsaustausch zwischen den Dienstleistern sichergestellt werden.

Angesichts der einschneidenden steuerlichen Folgen des § 52 InvStG ist jedoch nur in besonderen Ausnahmefällen als ultima ratio von einem wesentlichen Verstoß auszugehen. Im Regelfall ist dem Spezial-Investmentfonds Gelegenheit zur Beseitigung eines Verstoßes – sofern dieser möglich ist – zu geben (vgl. Ziff. 26.3 BMF-Schreiben InvStG).

„Die im StoFöG enthaltenen investmentsteuerlichen Erleichterungen versprechen eine erhebliche Entschärfung der für den Fonds aktuell bestehenden investmentsteuerlichen Herausforderungen im Kontext der Energiewende.“



Im Falle eines wesentlichen Verstoßes gegen die investmentsteuerlichen Anlagebestimmungen gemäß § 26 Nr. 7a InvStG bestimmt § 52 Abs. 1, S. 1 InvStG als ultimative Rechtsfolge, dass ein Spezial-Investmentfonds seinen Status als Spezial-Investmentfonds dauerhaft verliert und dann als aufgelöst gilt. Sofern jedoch die Voraussetzungen für einen investmentsteuerlichen Investmentfonds (Kapitel-2-Fonds, §§ 6 ff. InvStG) erfüllt werden, gilt mit der Auflösung des Spezial-Investmentfonds ein Investmentfonds als neu aufgelegt (§ 52 Abs. 1, S. 1 InvStG).

Die Auflösung auf Ebene des Spezial-Investmentfonds führt zu einer fiktiven Veräußerung aller Vermögensgegenstände und damit zur Hebung und Versteuerung (etwaiger) vorhandener stillen Reserven.

2. ALTERNATIVE 2: BETREIBEN DURCH EINE INFRASTRUKTUR-PROJEKTGESELLSCHAFT

Im Folgenden werden gewerbsteuerliche und investmentsteuerliche Auswirkungen auf den Fonds des Betriebes der PV-Anlagen und E-Ladestationen durch eine Infrastruktur-Projektgesellschaft („IPG“) erläutert.

Infrastruktur-Projektgesellschaft

Eine IPG ist gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 23a KAGB eine Gesellschaft, die dem Gemeinwohl dienende Anlagen errichtet oder betreibt.

PV-Anlagen und E-Ladestationen dienen der Energieversorgung und fördern den Umweltschutz (Vermeidung von CO₂-Ausstoß) und können daher als „dem Funktionieren des Gemeinwesens dienende Anlage im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 23a KAGB angesehen werden.

„Das als Immobilien-Spezial-AIF ausgestaltete Sondervermögen würde durch die im StoFöG enthaltenen investmentsteuerlichen Anpassungen neue Spielräume und Flexibilität bei der Immobilienbewirtschaftung im Kontext der Energiewende erhalten.“

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht sind IPGs gemäß § 284 Abs. 2 Nr. 2 lit. h), 2. Alt. KAGB für den Fonds erwerbbar und können auch konzeptionsgemäß operativ tätig werden, d.h. selbst die PV-Anlagen und E-Ladestationen betreiben. Investmentsteuerlich qualifiziert die Beteiligung an einer IPG als zulässiger Vermögensgegenstand für den Fonds gemäß § 26 Nr. 4 lit. j) InvStG, sofern der Verkehrswert dieser Beteiligung ermittelt werden kann.

Gewerbsteuer / auB bei Beteiligung des Fonds an einer Infrastruktur-Projektgesellschaft

Ausweislich Ziff. 15.14 BMF-Schreiben InvStG ist aus investmentsteuerlicher Sicht die Beteiligung eines Spezial-Investmentfonds an einer IPG per se als auB zu qualifizieren (§§ 29 Abs. 1, 15 Abs. 2 Nr. 2 S. 1 InvStG), sofern eine rechtliche oder faktische Weisungsbefugnis des Spezial-Investmentfonds gegenüber der operativ tätigen IPG besteht.

Das Betreiben von PV-Anlagen und E-Ladestationen stellt unstreitig eine operative Tätigkeit einer IPG dar, ebenfalls sollten konzeptionsgemäß auch rechtliche oder faktische Weisungsbefugnisse des Fonds gegenüber der IPG bestehen.

Im Ergebnis wäre also auch bei dem Betrieb von PV-Anlagen und E-Ladestationen mittels IPG auf Ebene des Fonds die 5 %-Bagatellgrenze der §§ 29 Abs. 1, 15 Abs. 3 InvStG zu beachten.

Sofern die Einnahmen aus dem Betreiben der PV-Anlagen und E-Ladestationen durch eine IPG die 5 %-Bagatellgrenze des § 15 Abs. 3 InvStG überschreiten, besteht grundsätzlich eine Gewerbesteuerpflicht des Fonds bezogen auf diese Einkünfte aus einer auB. Allerdings kann der Gewerbeertrag des Fonds um die gewerblichen Einkünfte / Gewinne aus der IPG gekürzt werden (§ 9 Nr. 2 bzw. Nr. 2a Gewerbesteuergesetz). Im Endeffekt wird eine Besteuerung mit Gewerbesteuer also nur auf Ebene der IPG erfolgen. Es liegt also keine Doppelbesteuerung mit Gewerbesteuer vor.

Jedoch wird - unabhängig von der vorstehend erläuterten gewerbsteuerlichen Kürzungsmöglichkeit - die 5 %-Bagatellgrenze auf Ebene des Fonds mit Einkünften aus der IPG „gefüllt“, was bedeutet, dass diese dadurch schnell überschritten werden kann, sofern weiterer auB-Einkünfte des Fonds vorliegen.

Eine analoge Anwendung der Ausnahmeregelung hinsichtlich einer „Abschirmwirkung“ für Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 22 KAGB auf IPGs ist schon aufgrund des eindeutigen Wortlauts der §§ 29 Abs. 1, 15 Abs. 2 S. 2 InvStG ausgeschlossen („[...] ist nicht auf Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften gemäß § 1 Absatz 19 Nummer 22 des Kapitalanlagegesetzbuchs anzuwenden“).

Worts-Case: Statusverlust als Spezial-Investmentfonds

Da die Beteiligung des Fonds an der IPG per se als auB auf Ebene des Fonds qualifiziert (vgl. Ziff. 15.14 BMF-Schreiben InvStG), besteht bei der Beteiligung des Fonds an einer IPG von vornherein das Risiko eines Statusverlust, wenn die 5 %-Bagatellgrenze des § 26 Nr. 7a S. 1 InvStG überschritten wird und dadurch ein wesentlicher Verstoß gegen die investmentsteuerlichen Anlagebestimmungen gegeben ist (vgl. Ziff. II 1 Worst-Case: Statusverlust als Spezial-Investmentfonds). Zu beachten ist, dass die 20 %-Bagatellgrenze des § 26 Nr. 7a S. 2 InvStG (Einnahmen aus der Erzeugung und Lieferung von Strom, die im Zusammenhang mit der Vermietung und Verpachtung von Immobilien stehen) auf die Beteiligung an einer IPG nicht anwendbar ist.

Ein konsequentes Monitoring der 5 %-Bagatellgrenze des § 26 Nr. 7a S. 1 InvStG wäre daher auch hier geboten.

III. AUSBLICK AUF EINE MÖGLICHE KÜNFTIGE RECHTSLAGE GEMÄSS DEN INVESTMENT- STEUERLICHEN INHALTEN DES „STANDORT- FÖRDERGESETZ“

Die nachstehend zugrunde gelegten investmentsteuerlichen Inhalte entstammen dem am 19. Dezember 2025 vom Bundestag beschlossenen Gesetzentwurf der Bundesregierung in der vom Finanzausschuss des Bundestages geänderten Fassung des StoFöG. Im Rahmen des laufenden Gesetzgebungsverfahrens können sich also noch Anpassungen ergeben.

Im Vergleich zu dem am 15. Januar 2025 in den vorherigen, 20. Bundestag, eingebrachten Regierungsentwurfs des Zukunftsfinanzierungsgesetz II, der auf Grund des Grundsatzes der Diskontinuität in den amtierenden 21. Bundestag neu eingebracht und verhandelt werden müsste, haben sich bei den nachstehend aufgezeigten investmentsteuerlichen Inhalten des StoFöG („InvStG-StoFöG“) keine wesentlichen Änderungen ergeben.

Im Folgenden werden gewerbesteuerliche und investmentsteuerliche Auswirkungen des InvStG-StoFöG bezogen auf die Alternative 1 und die Alternative 2 des Praxisfalls erläutert.



1. ALTERNATIVE 1: BETREIBEN DER PV-ANLAGEN UND E-LADESTATIONEN DURCH FONDS

Gewerbesteuer / auB

Auch nach den Regelungen des InvStG-StoFöG würden Einnahmen aus dem Betrieb von PV-Anlagen und E-Ladestationen nur dann als auB qualifizieren und auf Ebene des Fonds der Gewerbesteuer unterliegen, sofern die 5 %-Bagatellgrenze (§§29 Abs. 1, 15 Abs. 3 InvStG) überschritten ist (vgl. Ziff. II 1 *Gewerbesteuer / aktive unternehmerische Bewirtschaftung*).

Dies ist auch sachgerecht, da dadurch Wettbewerbsverzerrungen durch Gewerbesteuervorteile des Fonds vermieden werden: Der Fonds ist als „Kapitalgeber“ tätig, nicht „unternehmerisch“.

KÜNFTIG: *Wegfall des Risikos des Statusverlusts als Spezial-Investmentfonds*

Auf Grundlage der in dem StoFöG vorgeschlagenen Änderungen des InvStG sollen künftig Einnahmen aus der Bewirtschaftung von PV-Anlagen und E-Ladestationen als Nebentätigkeit zur Vermietung und Verpachtung für die 5 %-Bagatellgrenze des § 26 Nr. 7a S. 1 InvStG unberücksichtigt bleiben (§ 26 Nr. 7a S. 2 lit. a InvStG-StoFöG).

Darüber hinaus soll die bislang in § 26 Nr. 7a S. 2 InvStG aufgeführte 20 %-Bagatellgrenze für Einnahmen aus dem Betrieb von PV-Anlagen und E-Ladestationen ersatzlos wegfallen.

Aus einem Wegfall der Einbeziehung in die 5 %-Bagatellgrenze und die ersatzlose Streichung der 20 %-Bagatellgrenze resultiert, dass ein Statusverlust des Fonds künftig nur noch durch auB aus anderen Einnahmen als denen aus der Bewirtschaftung von erneuerbaren Energien als Nebentätigkeit zu Vermietung und Verpachtung, erfolgen sollte. Dies ist eine enorme Erleichterung für den Fonds bezogen auf die Bewirtschaftung seiner Immobilien.

Eine solche Entwicklung wäre aus Sicht der Praxis sehr zu begrüßen, da der Wegfall des „Damoklesschwerts“ eines Statusverlusts Rechtssicherheit bei der Beteiligung des Fonds an der Energiewende bringen würde.

2. ALTERNATIVE 2: BETREIBEN DURCH INFRASTRUKTUR-PROJEKTGESELLSCHAFT

KÜNFTIG: *Keine auB bei Beteiligung des Fonds an einer Infrastruktur-Projektgesellschaft*

Auf Grundlage der in dem StoFöG vorgeschlagenen Änderungen des InvStG Regelungen sollen künftig IPGs im Sinne von § 1 Abs. 19 Nr. 23a KAGB in den Anwendungsbereich der „Abschirmwirkung“ (der aktuell nur Immobilien-Gesellschaften, § 1 Abs. 19 Nr. 22 KAGB umfasst) aufgenommen werden (§ 15 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 InvStG-StoFöG).

Eine künftige Erweiterung der „Abschirmwirkung“ ist sachgerecht, da eine Besteuerung der Einnahmen der IPG ohnehin auf Ebene der IPG nach den allgemeinen ertragsteuerlichen Regelungen erfolgt.

Eine derartige Erweiterung der „Abschirmwirkung“ würde die Planungs- und Rechtssicherheit für den Fonds im Zusammenhang mit der Beteiligung an der Energiewende signifikant erhöhen.

KÜNFTIG: *Wegfall des Risikos eines Statusverlusts als Spezial-Investmentfonds*

Auf Grundlage der in dem StoFöG vorgeschlagenen Änderungen des InvStG sollen künftig Einnahmen aus der Beteiligung an einer IPG für die 5 %-Bagatellgrenze unberücksichtigt bleiben (§ 26 Nr. 7a S. 2 lit. b) InvStG-StoFöG i.V.m. § 15 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 InvStG-StoFöG).

Das Außerachtlassen von Einnahmen aus der Beteiligung an IPG bei der 5 %-Bagatellgrenze bedeutet für den Fonds eine erhöhte Flexibilität bei der Strukturierung der Bewirtschaftung seiner Immobilien. Ebenso würde dies nicht nur eine erhöhte Planungs- und Rechtssicherheit für die Beteiligung an der Energiewende mit sich bringen, sondern auch die steuerliche Behandlung auf Ebene des Fonds erheblich vereinfachen.

Im Ergebnis würde der Statusverlust eines Spezial-Investmentfonds dann lediglich durch auB aus anderen Einnahmen als denen aus der Bewirtschaftung von PV-Anlagen (allg. Bewirtschaftung von erneuerbaren Energien) oder aus der Bewirtschaftung von E-Ladestationen als Nebentätigkeit zu Vermietung und Verpachtung resultieren können.

Fazit

Bestehende aufgezeigte investmentsteuerliche Schwerpunkte sind für eine effektive und sinnvolle Beteiligung des Fonds an der Energiewende zu entschärfen.

Auf Grundlage der aktuellen investmentsteuerlichen Regelungen erfordert der Betrieb von PV-Anlagen und E-Ladestationen bei der Immobilienbewirtschaftung eine umfassende investmentsteuerliche Analyse (Stichwort: auB) und Begleitung (engmaschiges Monitoring der Bagatellgrenzen) um gewerbesteuerliche Nachteile auf Ebene des Fonds zu vermeiden und den investmentsteuerlichen Status als Spezial-Investmentfonds nicht zu gefährden.

Die investmentsteuerlichen Inhalte des StoFöG bieten dem Fonds nicht nur erhebliche Erleichterungen, sondern auch ein hohes Maß an Flexibilität bei der Immobilienbewirtschaftung im Kontext der Energiewende.

Die geplanten Änderungen im Rahmen des InvStG-StoFöG versprechen eine erhebliche Entschärfung der investmentsteuerlichen Risiken.

Diese würden dem Fonds künftig nicht nur die Bewirtschaftung seiner Immobilien im Kontext der Energiewende erheblich erleichtern, sondern dem Fonds auch neue Spielräume und ein hohes Maß an Flexibilität bei der aktiven Gestaltung der Bewirtschaftungsstrategien eröffnen.

AUTOR



Martin Wolff berät mit mehr als 13 Jahren Erfahrung als Rechtsanwalt und zugelassener Steuerberater schwerpunktmäßig institutionelle Investoren und Private-Equity-Gesellschaften bei der Strukturierung von inländischen und grenzüberschreitenden Investmentfonds und den damit verbundenen investmentsteuerlichen und sonstigen steuerlichen Fragen. Darüber hinaus berät er deutsche und internationale Mandanten in Fragen der Steuerplanung für Unternehmen und Vermögensverwaltung sowie bei Immobilien-transaktionen.



Die Abwicklung eines offenen Spezial-Immobilienfonds

Teil 1

Die rechtliche Abwicklung offener Immobilienfonds spielte lange Zeit in der Praxis eine untergeordnete Rolle. Erst die Finanzmarktkrise ab 2008, insbesondere infolge der Lehman-Pleite, rückte das Thema verstärkt in den Fokus. Nach einer Phase der Marktkonsolidierung kehrte zunächst Ruhe ein – eine Situation, die sich in den letzten Jahren jedoch wieder verändert hat. Zwar ist die aktuelle Lage glücklicherweise nicht mit der damaligen Dramatik vergleichbar. Dennoch besteht Anlass zur Sorge: Einige offene Immobilienfonds sehen sich mit umfangreichen Anteilrückgaben konfrontiert, die nicht selten zur Aussetzung der Rücknahme führen. Vor diesem Hintergrund beleuchtet der vorliegende Beitrag die Abwicklung offener Spezial-Immobilienfonds in zwei Teilen. Teil 1 analysiert die gesetzlichen Vorgaben des KAGB und zeigt bestehende Regelungslücken auf. Teil 2 widmet sich vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten, die von der gesetzlichen Grundkonzeption abweichen und zur Vermeidung dieser Lücken beitragen können. Der Fokus liegt dabei auf den in der Praxis relevanten offenen Spezial-Immobilienfonds gemäß § 284 KAGB in Form von Treuhandfonds (nachfolgend der Einfachheit halber „Immobilienfonds“ genannt).

TEIL 1 – DIE ABWICKLUNG NACH MASSGABE DES KAGB

Der Abwicklung offener Immobilienfonds gehen regelmäßig Anteilrückgaben durch Anleger voraus. Reicht die Liquidität des Immobilienfonds nicht aus, um sowohl die Rücknahme der Anteile zu bedienen als auch eine ordnungsgemäße Bewirtschaftung sicherzustellen, ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) gemäß § 257 KAGB nicht nur berechtigt, sondern verpflichtet, die Rücknahme auszusetzen.

In diesem Fall wird ein gestuftes Drei-Phasen-Modell ausgelöst:

- Phase 1: Die KVG hat zwölf Monate Zeit, Vermögensgegenstände des Immobilienfonds zu angemessenen Bedingungen zu veräußern, um Liquidität zu schaffen.
- Phase 2: Gelingt dies nicht, beginnt eine weitere zwölfmonatige Frist. In dieser darf die KVG Immobilien mit einem Abschlag von bis zu 10 % unter dem Verkehrswert verkaufen.
- Phase 3: Führt auch diese Phase nicht zum Erfolg, beginnt ein drittes Zwölfmonatsintervall. Nun sind Veräußerungen mit einem Abschlag von bis zu 20 % zulässig.

Bleibt auch diese dritte Phase erfolglos, erlischt das Verwaltungsrecht der KVG. Dies gilt ebenfalls, wenn eine KVG innerhalb von fünf Jahren zum dritten Mal die Rücknahme von Anteilen aussetzt.

In diesem Fall greift § 100 KAGB: Die Verwaltung des Fonds geht auf die Verwahrstelle über, die den Fonds abzuwickeln und das Vermögen an die Anleger zu verteilen hat. Zwar kann die Verwahrstelle alternativ eine andere KVG mit der Verwaltung beauftragen, in der Praxis scheidet dies jedoch häufig am entgegenstehenden Willen der Anleger.

Sowohl im Rahmen der Aussetzung nach § 257 KAGB als auch beim Übergang auf die Verwahrstelle gemäß § 100 KAGB bestehen zahlreiche ungeklärte Fragen. Diese stellen KVG und Verwahrstelle in der Praxis vor erhebliche Herausforderungen.

1. BEISPIELHAFTE PROBLEME BEI FONDSSCHLISSUNGEN NACH § 257 KAGB

1.1 Abgrenzung der abzugsfähigen Kosten bei Liquiditätsberechnung

Bei der Berechnung der verfügbaren liquiden Mittel gemäß § 257 Abs. 1 KAGB, die zur Zahlung des Rücknahmepreises und zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung ausreichen müssen, stellt sich zunächst die Frage, welche konkreten Kosten zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung abzugsfähig sind. Unklar ist insbesondere, ob neben Erhaltungsaufwendungen (z. B. Verwaltungs-, Betriebs- und Instandhaltungsmaßnahmen) auch zukünftige Verbindlichkeiten aus bereits abgeschlossenen Verträgen (z. B. Immobilienkauf-, Bau- oder Darlehensverträge) zu berücksichtigen sind.

Zwar ergibt sich dies nicht unmittelbar aus dem Wortlaut der Norm, doch herrscht in der juristischen Literatur Einigkeit darüber, dass solche Verbindlichkeiten einzu beziehen sind, sofern ihr Rechtsgrund bereits gelegt ist. Die praktische Herausforderung liegt jedoch in der Prognose der künftigen Vermögensentwicklung durch die KVG – ein Bereich, der naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet ist.

1.2 Geplante Ausschüttungen als Liquiditätsproblem

Ein weiteres Problem betrifft die Behandlung geplanter Ausschüttungen. Viele Anlagebedingungen sehen vor, dass die KVG während des Geschäftsjahres erzielte, nicht zur Kostendeckung benötigte Erträge ausschüttet. Dennoch ist anerkannt, dass geplante Ausschüttungen bei der Ermittlung der verfügbaren Liquidität nicht als Abzugsposten berücksichtigt werden dürfen. Die KVG muss daher sowohl Rücknahmeverlangen als auch Ausschüttungen bedienen.

Dies kann zu einem Dilemma führen: Reicht die Liquidität nur dann zur Bedienung eines Rücknahmeverlangens aus, wenn auf die Ausschüttung verzichtet wird, steht die KVG vor einem Zielkonflikt. Besonders problematisch ist dies, wenn die Ausschüttung unmittelbar nach Veröffentlichung des Jahresberichts erfolgen soll und ein Rücknahmeverlangen kurz danach fällig wird.

„Die gesetzlichen Regelungen zum Übergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle sind lückenhaft und in der Literatur umstritten. In der Praxis wird häufig eine pragmatische Lösung gewählt: Die Verwahrstelle beauftragt die bisherige KVG mit der Abwicklung.“

1.3 Rückgabefristen und Rückgabewellen

Einige Immobilienfonds weichen von den gesetzlichen Mindesthalte- und Rückgabefristen des § 255 Abs. 3 und 4 KAGB ab. Während der Aussetzung der Anteilrücknahme zeichnet sich häufig ab, dass bei Wiederaufnahme weitere Rückgaben erfolgen werden – teils mit kurzfristiger Fälligkeit.

In solchen Fällen muss die KVG entscheiden, ob sie zunächst nur den ersten rückgabewilligen Anleger bedient oder die Rückgabebegehren zusammenfasst. Diese Entscheidung ist in der Praxis regelmäßig konfliktträchtig.

1.4 Wertermittlungstichtag bei Rücknahmeverlangen

Unklar ist häufig auch, auf welchen Zeitpunkt bei Rückgabeverlangen für die Anteilwertermittlung im Zusammenhang mit Fondsschließungen abzustellen ist. In den Anlagebedingungen fehlt hierzu meist eine ausdrückliche Regelung. In der Praxis wird oft auf den nächsten Wertermittlungstichtag nach Wiederöffnung des Immobilienfonds abgestellt.

Das OLG Köln hat dieser Praxis in einem Urteil vom 25.04.2024 (Az. 24 U 77/23, Vorinstanz LG Köln, Urt. v. 30.5.2023 – 21 O 55/23) jedoch widersprochen. Nach Auffassung des Gerichts enthält § 257 KAGB keine Regelung zur Wertermittlung bei Wiederaufnahme der Anteilrücknahme. Maßgeblich sei vielmehr die allgemeine Regelung in den Anlagebedingungen, wonach der Wertermittlungstag dem Eingang des Rücknahmeauftrags folgt – auch im Fall einer Fondsschließung.

Die Argumentation, dass bei Fondsschließungen mit zunehmendem Zeitablauf Veräußerungen unter Verkehrswert zulässig sind und daher auch rückgabewillige Anleger an der Wertminderung zu beteiligen seien, hat

das Gericht ausdrücklich zurückgewiesen. Auch wenn es sich um eine Einzelfallentscheidung handelt und höchstrichterliche Rechtsprechung des BGH bislang fehlt, erscheint es ratsam, die Frage des maßgeblichen Wertermittlungstichtags künftig ausdrücklich in den Anlagebedingungen zu regeln.

2. PROBLEME BEIM ÜBERGANG DES IMMOBILIENFONDS AUF DIE VERWAHRSTELLE NACH § 100 KAGB

2.1 Fehlende Vorgaben zur Veräußerung unter Verkehrswert

Wenn das Verwaltungsrecht der KVG erlischt, geht der Immobilienfonds gemäß § 100 KAGB auf die Verwahrstelle über. Diese ist verpflichtet, den Immobilienfonds abzuwickeln und das Vermögen an die Anleger zu verteilen. Aus Sicht der Anleger ist diese Regelung problematisch, da sie keine Vorgaben zur Preisuntergrenze bei der Veräußerung von Immobilien enthält. Anders als in § 257 KAGB sind hier auch Verkäufe mit Abschlägen von mehr als 20 % unter dem Verkehrswert zulässig. Die BaFin verlangt lediglich, dass zum „bestmöglichen Preis“ verkauft wird – ein unbestimmter Rechtsbegriff, der erheblichen Interpretationsspielraum lässt.

2.2 Unklare Reichweite des Übergangs auf die Verwahrstelle

Ein weiteres Problem betrifft die Reichweite des Übergangs. Nach § 93 Abs. 2 KAGB haftet das Sondervermögen nicht für Verbindlichkeiten der KVG – auch nicht für solche aus Rechtsgeschäften, die im Namen des Sondervermögens abgeschlossen wurden. Daraus folgt, dass beim Übergang auf die Verwahrstelle zunächst nur die Aktiva des Fonds übergehen. Die Passiva – etwa Darlehensverbindlichkeiten oder Gewährleistungsansprüche – verbleiben rechtlich bei der KVG.

Gleichzeitig behält die KVG ihren Anspruch auf Aufwendungsersatz. Dieser Anspruch ist jedoch faktisch wertlos, wenn das Sondervermögen bereits weitgehend abgewickelt wurde und keine ausreichende Liquidität mehr vorhanden ist. Um dies zu vermeiden, sollten frühzeitig Rückstellungen gebildet und entsprechende Mittel im Immobilienfonds belassen werden. Dies kann jedoch die Abwicklung des Immobilienfonds erheblich verzögern.

2.3 Fehlende gesetzliche Klarheit und praktische Lösungen

Die gesetzlichen Regelungen zum Übergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle sind lückenhaft und in der Literatur umstritten. In der Praxis wird häufig eine pragmatische Lösung gewählt: Die Verwahrstelle beauftragt die bisherige KVG mit der Abwicklung. Dadurch bleibt die KVG operativ eingebunden und kann zentrale Themen weiterhin steuern. Gleichwohl bleiben viele juristische Detailfragen ungeklärt.

2.4 Zusätzliche Komplexität bei Auslandsbezug

Besonders schwierig wird die Situation, wenn der Immobilienfonds Vermögenswerte im Ausland hält oder Vertragsverhältnisse ausländischem Recht unterliegen. § 100 KAGB gilt nur für deutsche Sachverhalte. Der Übergang ausländischer Aktiva und Passiva muss daher für jede betroffene Jurisdiktion gesondert geprüft werden – in der Regel unter Hinzuziehung lokaler Rechtsberater.

In der Praxis bleibt oft nur die Einzelübertragung der ausländischen Vermögenswerte auf die Verwahrstelle. Dies kann mit erheblichen wirtschaftlichen Nachteilen verbunden sein, etwa durch ausländische Grunderwerbsteuer, Stempelsteuer oder hohe Beratungskosten. Zwar sieht § 100a KAGB für deutsche Grundstücke eine Befreiung von der Grunderwerbsteuer vor – diese Regelung gilt jedoch nicht für ausländische Immobilien.

2.5 Hoffnung am Horizont: Fondsrisikobegrenzungs-gesetz

Im August 2025 hat das Bundesministerium der Finanzen den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der Risiken durch Investmentfonds vorgelegt – das sogenannte Fondsrisikobegrenzungs-gesetz. Der Entwurf dient zugleich der Umsetzung verschiedener Richtlinien der Europäischen Union.

Ein zentraler Punkt betrifft die geplante Änderung des § 257 Abs. 4 KAGB-E: Danach soll das Verwaltungsrecht der KVG nicht mehr automatisch erlöschen, wenn die drei Phasen der Fondsschließung fruchtlos verlaufen. Stattdessen soll die KVG den Immobilienfonds weiterhin verwalten, abwickeln und das Vermögen an die Anleger verteilen. Der bislang vorgesehene Übergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle gemäß § 100 KAGB würde damit entfallen.

Diese Änderung hätte erhebliche praktische Vorteile: Die zahlreichen Probleme, die sich aus der Anwendung des § 100 KAGB ergeben – insbesondere im Hinblick auf die unklare Haftungsverteilung, fehlende Ressourcen der Verwahrstelle und komplexe Auslandsbezüge – würden vermieden.

Zur Begründung führt der Gesetzgeber an, dass die KVG als bisherige Verwalterin des Immobilienfonds über das notwendige Know-how und die operativen Strukturen verfügt, um die Abwicklung sachgerecht durchzuführen. Die Verwahrstelle hingegen sei für diese Aufgabe weder personell noch organisatorisch ausgestattet.

Bleibt zu hoffen, dass dieser Entwurf in die endgültige Gesetzesfassung übernommen wird. Zwar bleiben die bestehenden Unsicherheiten im Rahmen der Fondsschließung nach § 257 KAGB auch weiterhin bestehen, doch würden zumindest die gravierenden Probleme im Zusammenhang mit dem Übergang auf die Verwahrstelle entfallen.

Die im zweiten Teil dieses Beitrags dargestellten vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten zur Fondsschließung behalten daher auch künftig ihre Relevanz – insbesondere zur Abmilderung der verbleibenden Unsicherheiten im gesetzlichen Rahmen.

AUTOR



Cüneyt Andac ist seit mehr als 14 Jahren im Investmentrecht tätig und berät umfassend insbesondere die Immobilienfondsindustrie. Er begleitet Kapitalverwaltungsgesellschaften und Asset Manager bei der Strukturierung, Auflage und

laufenden Verwaltung von Investmentfonds sowie bei komplexen Fragestellungen auf Anbieter-, Produkt- und Assetebene. Ein weiterer Schwerpunkt seiner Beratung liegt auf ESG-relevanten Themen im Investment- und Immobilienrecht, einschließlich deren regulatorischer und strategischer Umsetzung.

Teil 2

Abwicklung eines offenen Spezial-Immobilienfonds durch Liquidationsvereinbarung

Inhalt und Gestaltungsmöglichkeiten

Der Abwicklung von Immobilienfonds gehen, wie im ersten Teil bereits aufgezeigt, häufig Anteilrückgaben der Anleger voraus. Im Lebenszyklus eines Immobilienfonds kann es jedoch daneben auch andere Gründe geben, die eine geplante oder erforderliche Abwicklung eines Immobilienfonds notwendig machen, wie z.B. die strategische Neuausrichtung bei Anlegern, Konsolidierung von Fondsstrukturen (z. B. bei Umstrukturierungen), Ende der geplanten Haltedauer beziehungsweise Verkaufsreife oder Realisierung von Marktgewinnen, aber auch aktuell aufgrund der Entwicklung der Märkte in den vergangenen Jahren gehäuft das Nichterreichen der erforderlichen Risikodiversifizierung vor Ende der Anlaufphase des Immobilienfonds. Eine in der Praxis gängige und rechtssichere Vorgehensweise ist die einvernehmliche Abwicklung eines Immobilienfonds auf Basis einer Liquidationsvereinbarung zwischen KVG und Anleger(n).

So vielfältig die Gründe für die Abwicklung sind, so vielfältig sind auch die Gestaltungsmöglichkeiten der jeweiligen Liquidationsvereinbarung. Im Regelfall kommt die Abwicklung durch Liquidationsvereinbarung im Sinne eines geordneten Anteilrückgabeverfahrens ggf. nach Erreichen der Investitionsziele zum Einsatz und beinhaltet die einvernehmliche Auflösung des Immobilienfonds und Auszahlung des Werts der Anteile Zug-um-Zug mit Verkauf des (Rest-)Portfolios des Sondervermögens, vorbehaltlich ggf. notwendiger Einbehalte. Um die Rechtsfolgen und Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit der im ersten Teil dargestellten Abwicklung nach Maßgabe der gesetzlichen Bestimmungen zu vermeiden, hat sich der Einsatz der einvernehmlichen Abwicklung durch Liquidationsvereinbarung gerade auch im Krisenfall, z.B. wenn die Anteilscheinrückgaben die verfügbare Liquidität im Sondervermögen übersteigen, bewährt, wobei die Krisensituation häufig eine komplexe Gestaltung der Liquidationsvereinbarung erfordert, um den unterschiedlichen Interessen der Anleger untereinander, aber auch im Verhältnis zur KVG gerecht zu werden. Zu unterscheiden ist die Liquidationsvereinbarung von sogenannten „Stillhaltevereinbarungen“, die im Krisenfall häufig dazu eingesetzt werden, die Interessen der rückgabewilligen Anleger zu berücksichtigen und gleichzeitig die Existenz des Immobilienfonds im Interesse der nicht rückgabewilligen Anleger für die Zukunft zu sichern. Dieser Beitrag beleuchtet die Besonderheiten der endgültigen Abwicklung und damit Beendigung eines Immobilienfonds durch den Abschluss einer Liquidationsvereinbarung, sowie deren Inhalt und entsprechende Gestaltungsmöglichkeiten.

INHALT EINER LIQUIDATIONSVEREINBARUNG

Die Abwicklung eines Immobilienfonds durch Abschluss einer Liquidationsvereinbarung hat keine Rechtsgrundlage im KAGB. Sie soll vielmehr außerhalb des gesetzlichen Liquidationsverfahrens (§§ 99 und 100 KAGB) und unter Ausschluss des in § 257 KAGB vorgesehenen Verfahrens erfolgen und der zivilrechtlichen Umsetzung der Fondsbeendigung sowie einer geordneten Vermögensverwertung dienen. Häufig hat diese Form der Abwicklung auch keine Grundlage in den Anlagebedingungen des Immobilienfonds. Unter Umständen finden sich hierzu jedoch einzelne Regelungen in bereits bestehenden Anlegervereinbarungen, die im Rahmen der Gestaltung einer Liquidationsvereinbarung zu berücksichtigen wären, von denen

aber im Einvernehmen mit den Anlegern auch abgewichen werden kann. Mögliche Regelungsgegenstände einer Liquidationsvereinbarung könnten aufgrund der besonderen Anforderungen an die Liquidation eines Immobilienfonds, bedingt durch dessen illiquide Vermögensgegenstände, insbesondere folgende sein: Festlegung eines Abwicklungszeitrahmens und eines Beendigungszeitpunkts sowie im Hinblick auf die Auflösung des Immobilienfonds und insbesondere Liquidation seiner Vermögensgegenstände z.B. Verwertungsstrategie, Auszahlungs- und Abwicklungsmodalitäten, Kosten- und Risikoverteilung, Rechenschaftslegung und Reporting während der Auflösung.

ZEITRAHMEN UND BEENDIGUNGSZEITPUNKT

Grundsätzlich gibt es keine Befristung für die Abwicklung eines Immobilienfonds durch Liquidationsvereinbarung. Im Rahmen der Auflösung des Immobilienfonds sind jedoch sämtliche Vermögensgegenstände des Immobilienfonds zu veräußern, laufende Geschäfte zu beenden, Forderungen einzuziehen und Verbindlichkeiten zu befriedigen. Das Sondervermögen wird in der Regel nach Verkauf bzw. Liquidation sämtlicher im Bestand des Sondervermögens befindlicher Vermögensgegenstände aufgelöst. Für die Bestimmung des Zeitrahmens für die Abwicklung sollte daher in erster Linie die Planung der Verwertungsaktivitäten unter Berücksichtigung der Marktgegebenheiten und ggf. verbleibender Risiken maßgeblich sein. Allerdings sollte aus investmentsteuerlichen Gründen auch berücksichtigt werden, dass die Abwicklungsphase maximal 5 Jahre betragen darf, sofern das Anteilrückgaberecht der Anleger für die Dauer der Abwicklungsphase ausgesetzt wird, was regelmäßig der Fall ist, um eine ordnungsgemäße Auflösung und insbesondere einen geordneten Abverkauf der Vermögensgegenstände des Immobilienfonds zu ermöglichen. Würden Anleger während der Laufzeit der Liquidationsvereinbarung ihre Anteile uneingeschränkt zurückgeben können, würde dies dem Sinn und Zweck einer Liquidationsvereinbarung zuwiderlaufen und im Ergebnis zu einer (ggf. erneuten) Anteilrücknahmeaussetzung und damit Abwicklung nach Maßgabe des KAGB führen.

AUFLÖSUNG DES IMMOBILIENFONDS

Der Immobilienfonds kann erst nach Veräußerung aller (restlichen) Vermögensgegenstände aufgelöst werden, so dass die KVG zunächst die Verwertungsaktivitäten (z.B.

Marktanalyse, Verwertung durch Einzelverkäufe oder Portfolioveräußerung der Immobilien, Zeitrahmen für die Vermarktung, Einbindung externer Dienstleister, Makler etc.) hinsichtlich des Portfolios des Immobilienfonds analysieren und planen sollte. Die Ergebnisse der vorgenannten Analyse sollten im Rahmen der Liquidationsvereinbarung berücksichtigt werden; dies gilt insbesondere, soweit diesbezüglich ggf. Abstimmungen mit oder Zustimmungen der Anleger erforderlich sein könnten, so z.B. im Falle der Erteilung der Zustimmung zum Verkauf unter Verkehrswert.

Des Weiteren sollte die KVG zukünftige Risiken und Verbindlichkeiten für Rechnung des Sondervermögens (beispielsweise aus Veräußerungsgeschäften, Rechtsstreitigkeiten oder Steuerverbindlichkeiten) im Rahmen einer Risikoanalyse identifizieren. Können zukünftige Risiken und Verbindlichkeiten, beispielsweise durch entsprechende Kaufvertragsgestaltung im Rahmen der Veräußerung von Vermögensgegenständen oder Abschluss entsprechender Versicherungen (W&I), nicht gänzlich ausgeschlossen werden, so ist der KVG zu empfehlen, insoweit Rückstellungen und Einbehalte zu bilden, um eine Haftung der KVG für eigene Rechnung zu vermeiden.



Sofern der Immobilienfonds trotz vorhandener Risiken und ggf. entsprechender Rückstellungen auf Wunsch der Anleger zu einem bestimmten Stichtag abgewickelt werden soll, sind die vorgenannten Risiken im Rahmen der Kosten- und Risikoverteilung in der Liquidationsvereinbarung dergestalt zu berücksichtigen, dass sich die Anleger gegenüber der KVG verpflichten, diese für etwaige Verbindlichkeiten und Risiken freizustellen, so dass in keinem Fall die KVG derartige Verbindlichkeiten aus ihrem eigenen Vermögen zu erfüllen hätte. Ein geeignetes Mittel ist insoweit die Bildung von Einbehalten und Vereinbarung einer Erstattungs- und Freistellungspflicht der Anleger über den Abwicklungsstichtag hinaus.

Weiterhin ist in der Liquidationsvereinbarung zu regeln, wie mit den Erlösen aus Veräußerungen von Vermögensgegenständen des Immobilienfonds umzugehen ist, d.h. insbesondere ob, wann und auf welche Weise den Anlegern im Verlauf der Auflösung aus ggf. vorhandener Liquidität des Immobilienfonds ein Abschlag in Form von Ausschüttungen ausgezahlt werden soll.

Wie bereits eingangs erläutert, sollte während der Abwicklung des Immobilienfonds die Rücknahme der Anteile am Immobilienfonds aufgrund von eventuellen Rückgabeverlangen der Anleger grundsätzlich ausgeschlossen sein. Die KVG sollte sich jedoch die Möglichkeit vorbehalten, für die Dauer der Auflösung eine Rücknahme von Anteilen, ggf. nach vorheriger Aufforderung durch die KVG und anstatt einer möglichen Ausschüttung, vorzunehmen, um die Rückführung von Eigenkapital im Rahmen der Liquidation zu ermöglichen.

Nicht zuletzt sollten auch Dauer und Inhalt der regelmäßigen Berichterstattung an die Anleger während der Auflösung des Immobilienfonds geregelt sowie Regelungen zum Auflösungs- bzw. Abwicklungsbericht aufgenommen werden.

ANTEILSRÜCKNAHME UND AUSZAHLUNG

Im Hinblick auf die abschließende Abwicklung des Immobilienfonds und insbesondere die finale Auszahlung und Anteilsrückgabe empfiehlt es sich zu vereinbaren, dass die Anteile des Anlegers zum Abwicklungsstichtag/Beendigungszeitpunkt Zug um Zug durch Rückgabe der Anteile bei der Verwahrstelle gegen Zahlung des Rücknahmewerts zurückgenommen werden. Dabei sollte geregelt werden,

wie, auf welcher Grundlage und zu welchem Stichtag der Rücknahmewert der Anteile (z.B. auf Basis des durch den Abschlussprüfer des Immobilienfonds auf den Abwicklungsstichtag/Beendigungszeitpunkt erstellten Auflösungsberichtes) ermittelt wird.

FAZIT

Es bleibt abschließend festzuhalten, dass die geordnete Abwicklung eines Immobilienfonds auf Basis einer Liquidationsvereinbarung ein bewährtes Instrument zu dessen Beendigung ist. Die Vereinbarung schafft für alle Beteiligten klare Rahmenbedingungen hinsichtlich Zeitplan, Vermögensverwertung, Kosten- und Risikoverteilung.

Voraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung ist eine sorgfältige rechtliche und steuerliche Prüfung und Strukturierung, die den Besonderheiten der Immobilienanlage und der jeweiligen Ausgangslage Rechnung trägt. Im Rahmen von Abwicklungsüberlegungen im Krisenfall eines Immobilienfonds sollte gerade in einem für Immobilienverkäufe schwierigen Marktumfeld zudem sorgsam geprüft werden, ob tatsächlich eine endgültige Abwicklung/Liquidation des Immobilienfonds erforderlich ist oder ob nicht vielmehr alternative Gestaltungsmöglichkeiten in Betracht kommen, die zur Rettung des Immobilienfonds beitragen können und im Rahmen einer Stillhaltevereinbarung oder ähnlichen Vereinbarungen mit den Anlegern für einen gerechten Interessenausgleich unter den beteiligten Anlegern und der KVG sorgen.

AUTOR



Anna Maria Gabrysch-Datta verfügt über 20 Jahre Berufserfahrung und ist spezialisiert auf die Beratung der Immobilienfondindustrie im Investment- und Aufsichtsrecht einschließlich Fondsstrukturierungen, Fondsliquidation, Outsourcing sowie

deutschen und internationalen Immobilientransaktionen. Ihre Praxis umfasst neben den aufsichts- und immobilienrechtlichen auch gesellschafts- und finanzierungsrechtliche Aspekte. Sie berät AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, geschlossene und offene Investmentfonds, internationale Investmentfondsmanager, Vermögensverwalter, Investoren, Verwahrstellen und Banken.

AML für Immobilienfonds

Immobilienfonds als Verpflichtete nach GwG und EU-AML-VO

AUFSICHTSRECHTLICHER RAHMEN

Die AML-Regulierung ist im Fluss: Am 10.7.2027 tritt die VO (EU) 2024/1624 (EU-AML-VO) in Kraft, die auf europarechtlicher Ebene die derzeit geltende Richtlinie (EU) 2015/849 ablösen wird; damit wird dann auch das Geldwäschegesetz, das die vorgenannte Richtlinie umsetzt, zumindest in großen Teilen obsolet. Der Zweck dieser Wachablösung wird in EG 2 EU-AML-VO recht anschaulich beschrieben: „Bei der Anwendung der Bestimmungen der Richtlinie (EU) 2015/849,..., stellt sich vor allem die Herausforderung, dass den in diesen Bestimmungen festgelegten Vorschriften keine unmittelbare Geltung zukommt sowie dass bei der Vorgehensweise eine nationale Fragmentierung festzustellen ist. Obwohl die Vorschriften seit drei Jahrzehnten bestehen und weiterentwickelt wurden, werden sie noch immer in einer Weise umgesetzt, die nicht ganz mit den Anforderungen eines integrierten Binnenmarkts in Einklang steht. Deshalb ist es notwendig, dass Vorschriften für derzeit in der Richtlinie (EU) 2015/849 geregelte Sachverhalte,..., in einer Verordnung angegangen werden, um so bei der Anwendung zu der gewünschten Einheitlichkeit zu gelangen.“

GELDWÄSCHERECHTLICH VERPFLICHTETE

Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) sind gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 9 GwG verpflichtet, d.h. sie unterliegen den Vorgaben zum geldwäscherechtlichen Risikomanagement (§§ 4 ff. GwG), müssen die Sorgfaltspflichten in Bezug auf Kunden erfüllen (§§ 10 ff. GwG) und ggf. Verdachtsmeldungen abgeben (§§ 43 ff. GwG). Diese Rechtsstellung kommt KVG seit jeher zu und galt auch schon zu der Zeit, zu denen sie noch Kapitalanlagegesellschaften hießen (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 6 GwG 2008). Sie bleibt den KVG auch unter der Geltung der EU-AML-VO erhalten (Art. 3 Nr. 2 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 Nr. 6 lit. e) EU-AML-VO).

Allerdings wird der Kreis der Verpflichteten erweitert: Künftig zählen dazu nämlich auch die Fonds; das gilt sowohl für OGAW als auch für AIF (Art. 3 Nr. 2 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 Nr. 6 lit. e) EU-AML-VO). Tatsächlich sind die Fonds auch nach der aktuellen Europäischen Rechtsgrundlage verpflichtet, aber nicht die Verwaltungsgesellschaften: Art. 2 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Art. 3 Nr. 2 lit. d) Richtlinie (EU) 2015/849 erfasst nämlich nur Organismen für gemeinsame Anlagen; diese Vorgabe hat der deutsche Gesetzgeber frei (aber sinnvoll) so umgesetzt, dass nur die KVG geldwäscherechtlich verpflichtet sind. Eine solche Korrektur der europarechtlichen Grundlage wird aber nach Inkrafttreten der EU-AML-VO aufgrund derer unmittelbaren Geltung nicht mehr möglich sein, so dass die künftige doppelte Verpflichtung von KVG und Fonds grundsätzlich ernst zu nehmen ist.

In der Praxis bleibt abzuwarten, wie pragmatisch die Aufsichtsbehörden mit der Neuregelung umgehen. Sofern die EU-AML-VO insoweit wörtlich genommen wird, könnte dies dadurch gelöst werden, dass die KVG die geldwäscherechtlichen Pflichten auch für den Fonds erfüllt, soweit die Einschaltung Dritter zulässig ist. Sonderfragen werden sich insoweit bei Fonds in der Rechtsform des Sondervermögens stellen: Da solche Fonds gar nicht in der Lage sind,

„Die AML-Regulierung steht vor einem Umbruch durch die neue EU-AML-VO, die jedenfalls zu europaweit einheitlichen Vorschriften sowie zu einer Beschränkung der Auslegungskompetenz der BaFin führen wird.“

geldwäscherechtliche Anforderungen selbst zu erfüllen, sollte in diesem Fall stets die Pflichterfüllung durch die KVG zulässig sein.

KNOW YOUR CUSTOMER: WER IST KUNDE?

Zentraler Bestandteil der geldwäscherechtlichen Pflichten sind die allgemeinen Sorgfaltspflichten gemäß § 10 Abs. 1 GwG. Bei Immobilienfonds stellt sich häufig die Frage, ob diese Pflichten auch gegenüber den Verkäufern von Immobilien zu erfüllen sind; insbesondere bei ausländischen Verkäufern (z.B. USA) stößt dies auf erhebliche praktische Schwierigkeiten.

Die allgemeinen Sorgfaltspflichten knüpfen insbesondere an die Begründung einer Geschäftsbeziehung an (§ 10 Abs. 3 Nr. 1 GwG). Nach ständiger Verwaltungspraxis der BaFin ist die Beziehung der KVG zum Vertragspartner einer Immobilientransaktion keine Geschäftsbeziehung i.S.v. § 1 Abs. 4 GwG; dasselbe gilt für Mieter einer Immobilie des Immobilienfonds und Dienstleister im Zusammenhang mit der Verwaltung von Fonds. Die BaFin begründet dies damit, dass die vorgenannten Vertragspartner keine Kunden der KVG sind. In der Tat beschränkt sich der Anwendungsbereich der allgemeinen Sorgfaltspflichten auf Kunden, wie die entsprechende Abschnittsüberschrift im GwG („Sorgfaltspflichten gegenüber Kunden“) und die allgemein gebräuchliche Bezeichnung („Know your Customer“) zeigen.

Allerdings sind die allgemeinen Sorgfaltspflichten auch bei Transaktionen außerhalb einer Geschäftsbeziehung zu erfüllen, wenn die Transaktion einen bestimmten Schwellenwert (derzeit Euro 15.000, § 10 Abs. 3 Nr. 2 lit. b) GwG) erreicht oder überschreitet. Theoretisch ließe sich daher einwenden, dass Immobilientransaktionen von Immobilienfonds über diesen Umweg doch in den Anwendungsbereich der allgemeinen Sorgfaltspflichten fallen. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Immobilientransaktionen stets den für Transaktionen maßgeblichen Schwellenwert überschreiten werden; es wäre daher wenig sinnvoll, diese Geschäfte ausdrücklich vom Anknüpfungspunkt der Geschäftsbeziehung auszunehmen, nur um sie dann als den maßgeblichen Schwellenwert überschreitende Transaktionen den allgemeinen Sorgfaltspflichten zu unterwerfen. Letzte Zweifel lassen sich durch einen Blick auf den Ursprung der Ausnahme beseitigen: Der BVI hatte 2009 mit der BaFin abgestimmt, dass die geldwäsche-

rechtlichen Pflichten für KVGs (damals noch als Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet) nur gegenüber den Anlegern zu erfüllen sind, während das GwG nach seinem Sinn und Zweck auf andere Geschäftsbeziehungen (u.a. zu Vertragspartnern von Immobilientransaktionen) nicht anwendbar ist.

Daran dürfte sich auch bei Anwendbarkeit der EU-AML-VO nichts ändern: Nach Art. 20 EU-AML-VO sind die allgemeinen Sorgfaltspflichten ebenfalls (nur) gegenüber Kunden zu erfüllen (vgl. ferner die Überschrift zu Kapitel III EU-AML-VO: „Sorgfaltsprüfung gegenüber Kunden“). Ein geringes Restrisiko resultiert daraus, dass die Auslegungshoheit der BaFin unter der EU-AML-VO durch Europäische Standards verdrängt wird; insbesondere ist dann die neue Europäische Geldwäscheraufsichtsbehörde (Anti-Money Laundering Authority, AMLA) berufen, die betreffenden Standards zu setzen (und einige ausgewählte Finanzinstitute unmittelbar zu beaufsichtigen).

Gleichwohl ist die Anwendung eines gewissen Sorgfaltsstandards bei Immobilientransaktionen aus der Sicht der Geldwäscheprävention wünschenswert. So heißt es in der Ersten Nationalen Risikoanalyse des BMF von 2018/2019: „Insbesondere Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Immobilienfonds verwalten, sollten die Mittelherkunft vor allem bei größeren Transaktionen vor dem Hintergrund der Geldwäscheprävention hinterfragen und bei Bedarf anhand geeigneter Nachweise überprüfen. Besonders im Rahmen des Verkaufs von Immobilien besteht aufgrund der teilweise erheblichen Summen eine hohe Geldwäschefahr.“ Zudem hat die KVG investimentrechtliche Sorgfaltspflichten zu erfüllen. Grundsätzlich ist eine gewisse Überprüfung der Vertragspartner von Immobilientrans-

aktionen daher durchaus empfehlenswert; diese Prüfung muss aber nicht unbedingt den Anforderungen an eine geldwäscherechtliche Identifizierung genügen, was eine – wie oben schon erwähnt – insbesondere bei ausländischen Vertragspartnern erforderliche Flexibilität ermöglicht.

VERWENDUNG VON AUSWEISKOPIEN

Die KVG muss zunächst ihre Anleger identifizieren, d.h. es müssen bestimmte Angaben erhoben und überprüft werden (§ 11 Abs. 1 S. 1 GwG; künftig: Art. 20 Abs. 1 lit. a) AML-VO). Da die Anleger von Immobilien-Spezialfonds regelmäßig institutionelle Investoren sind, bereitet diese Verpflichtung meistens keine Schwierigkeiten.

Zusätzlich ist jedoch stets die für den Anleger auftretende natürliche Person zu identifizieren (§ 10 Abs. 1 Nr. 1 GwG; künftig: Art. 20 Abs. 1 lit. i) AML-VO). Bei der Identifizierung einer natürlichen Person stellt sich in der Praxis häufig die Frage, wie die erhobenen Daten (Vor- und Nachname, Geburtsort, Geburtsdatum, Staatsangehörigkeit und Anschrift, § 11 Abs. 4 Nr. 1 GwG; künftig: Art. 22 Abs. 1 lit. a) AML-VO) überprüft werden sollen, wenn ein persönliches Treffen entweder gar nicht oder nicht rechtzeitig zustande kommt (die Identifizierung muss grundsätzlich vor Begründung der Geschäftsbeziehung abgeschlossen sein, § 11 Abs. 1 S. 1 GwG; künftig: Art. 23 Abs. 1 Unterabs. 1 S. 1 AML-VO) und daher kein (Original-)Ausweis eingesehen werden kann. Die Praxis versucht häufig, sich mit einer – ggf. notariell beglaubigten – Ausweiskopie zu behelfen. Nach dem GwG bzw. dessen Auslegung durch den BGH und die BaFin ist jedoch die Verwendung einer – auch notariell beglaubigten – Ausweiskopie zur Überprüfung der erhobenen Daten gemäß § 12 Abs. 1 S. 1 GwG grundsätzlich nicht zulässig; Gemäß § 13 Abs. 1 Nr. 1 GwG ist nämlich



die angemessene Prüfung des vor Ort vorgelegten Ausweises (§ 12 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 GwG) erforderlich; das setzt die Vorlage des Originaldokuments voraus.

Die Neuregelung in Art. 22 Abs. 6 lit. a) EU-AML-VO ist insoweit nicht eindeutig. Die Identifizierungsvorschriften werden allerdings gemäß Art. 28 Abs. 1 S. 2, Abs. 4 AML-VO durch einen Delegierten Rechtsakt der EU-Kommission konkretisiert werden, der nach Art. 28 Abs. 1 S. 1 AML-VO von der AMLA bis zum 10.7.2026 entworfen werden soll. Auf Anfrage der EU-Kommission hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) im Oktober 2025 einen Entwurf einer Delegierten Verordnung (Del. VO-E) vorgelegt. In Art. 6 Abs. 5 Del. VO-E wird auch die beglaubigte Ausweiskopie als Verifizierungsinstrument genannt, allerdings in missverständlicher Weise; in Art. 6 Abs. 5 Del. VO-E heißt es: „For the purposes of verifying the identity..., obliged entities shall obtain from that person the identity document, passport or equivalent, or a certified copy thereof, or in accordance with Article 7.“ Art. 7 Del. VO-E regelt die Fernidentifizierung (“Verification measures conducted on a non face-to-face basis”); in Art. 7 Del. VO-E wird die beglaubigte Ausweiskopie aber nicht erwähnt. Durch diese missglückte Formulierung könnte der Eindruck entstehen, dass die beglaubigte Ausweiskopie nur unter Anwesenden als Ersatz für die Vorlage des Originaldokuments dienen kann, während die Übersendung einer beglaubigten Ausweiskopie im Fall der Fernidentifizierung nicht genügen würde. Eine diesbezügliche Klarstellung im weiteren Gesetzgebungsverfahren wäre sehr zu begrüßen.

VIDEOIDENTIFIZIERUNG

Die Videoidentifizierung wird ebenfalls oft zur Identifizierung abwesender natürlicher Personen eingesetzt. Bei diesem Verfahren wird der Kunde (oder eine für den Kunden auftretende natürliche Person) vom Institut oder einem Dienstleister im Rahmen eines Video-Chats identifiziert. Das Videoidentifizierungsverfahren wird auch nach Inkrafttreten der AML-VO grundsätzlich zulässig bleiben, da nach Art. 22 Abs. 6 lit. a) AML-VO die „Vorlage eines Personalausweises, Passes oder eines gleichwertigen Ausweisdokuments“ grundsätzlich genügt, aber (anders als nach § 13 Abs. 1 Nr. 1 GwG) keine Vorlage des Dokuments „vor Ort“ erforderlich ist.

Allerdings wird die Videoidentifizierung in Art. 7 Del. VO-E als Fall der Identifizierung von Abwesenden geregelt. Nach

Art. 22 Abs. 6 lit. b) AML-VO ist bei der Identifizierung Abwesender an sich die Nutzung bestimmter elektronischer Identifizierungsverfahren nach der Verordnung (EU) Nr. 910/2014 vorgeschrieben, so dass das Videoidentifizierungsverfahren (das diese Anforderungen nicht erfüllt) eigentlich gar nicht zulässig wäre. Dadurch würden jedoch zahlreiche Kunden von der Online-Identifizierung ausgeschlossen, die keinen Zugang zu den zulässigen Verfahren nach der Verordnung (EU) Nr. 910/2014 haben. Deshalb sieht die EBA in Art. 7 Abs. 2 Del. VO-E vor, dass bei Erfüllung der weiteren Anforderungen nach Art. 7 Abs. 3 und Abs. 5 Del. VO-E die Videoidentifizierung zulässig ist „in cases where the solution described in paragraph 1 [das sind die bestimmten Verfahren nach der Verordnung (EU) Nr. 910/2014] is not available, or cannot reasonably be expected to be provided“. Danach würde die Nutzung des Videoidentifizierungsverfahrens künftig nicht mehr allgemein zur Wahl stehen, sondern (generell oder sogar im Einzelfall) begründungsbedürftig sein. Das ließe sich vermeiden, wenn die Videoidentifizierung im weiteren Gesetzgebungsverfahren als Identifizierung eines (virtuell) anwesenden Kunden qualifiziert würde.

AUSBLICK

Die AML-Regulierung steht vor einem Umbruch durch die neue EU-AML-VO, die jedenfalls zu europaweit einheitlichen Vorschriften sowie zu einer Beschränkung der Auslegungskompetenz der BaFin führen wird. Inhaltlich harren noch viele Detailfragen der Klärung durch die Level-2-Maßnahmen; wie deren erste Entwürfe zeigen, besteht hier an einigen Stellen noch Nachbesserungsbedarf.

AUTOR



Achim Döser ist auf Bankaufsichtsrecht und Investmentrecht spezialisiert. Er berät hauptsächlich Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie Verwaltungsgesellschaften zu Fragen nach KWG, WpHG, GwG, ZAG und KAGB. Während Achim

Döser die gesamte Bandbreite des Bankaufsichtsrechts und Investmentrechts abdeckt, hat er in seiner 20jährigen regulatorischen Berufserfahrung Spezialkenntnisse erworben, bspw. in der Regulierung des Wertpapiervertriebs oder den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme.

Quo vadis Kreditzweitmarkt?

Ein Ausblick auf aktuelle rechtliche und tatsächliche Entwicklungen

Die deutsche Wirtschaft befindet sich Ende 2025 im dritten Jahr der Rezession und damit weiterhin auf dem Weg in eine beispiellose Wirtschaftskrise. Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen war deutlich gestiegen, und Wirtschaftsverbände warnten vor der zunehmenden Abwanderung von Unternehmen aus Deutschland – nicht zuletzt aufgrund der fortgesetzten Versäumnisse der Politik, entgegen anderslautender Beteuerungen Bürokratie abzubauen und ein innovations- und investitionsfreundliches Klima zu schaffen. Daten aus dem ersten Halbjahr 2025 zeigen, dass diese Tendenz anhält, wobei die Volumina notleidender Kredite (NPLs) in den Bankbilanzen weiter gestiegen sind. Vor diesem Hintergrund rücken notleidende Kredite stärker in den Fokus von Finanzinvestoren. Ob im Rahmen von Loan-to-own-Strategien oder opportunistischen Arbitragegeschäften – der Handel mit notleidenden Krediten gewinnt an Bedeutung. Der folgende Beitrag beleuchtet die regulatorischen Rahmenbedingungen dieses Marktes unter der Kreditzweitmarkt-richtlinie und dem deutschen Kreditzweitmarktgesetz (KrZwMG) unter Berücksichtigung der Entwicklungen bis Mitte 2025.



DIE RICHTLINIE (EU) 2021/2167 ÜBER KREDITDIENSTLEISTER UND KREDITKÄUFER

Die Richtlinie (EU) 2021/2167 wurde am 24. November 2021 verabschiedet und ist ein zentraler Baustein des EU-Aktionsplans zur Kapitalmarktunion. Ihr primäres Ziel ist nicht der Verbraucherschutz, sondern die Förderung des Handels mit notleidenden Krediten und die Entwicklung eines funktionierenden Sekundärmarktes. Damit soll die Stabilität des Finanzsektors gestärkt werden, indem Banken ihre Bilanzen von risikobehafteten Aktiva bereinigen können.

Bislang handelte es sich beim NPL-Markt um ein nicht institutionalisiertes Over-the-Counter-Geschäft. Die Richtlinie schafft nun harmonisierte Rahmenbedingungen für den Erwerb und das Servicing von notleidenden Krediten in der EU. Sie legt insbesondere Anforderungen an Kreditdienstleister und -käufer fest, deren Einhaltung Voraussetzung für die Marktteilnahme ist.

DAS KREDITZWEITMARKTGESETZ

Das KrZwMG wurde am 30. Dezember 2023 verabschiedet und setzt die Richtlinie in deutsches Recht um. Es regelt den Erwerb notleidender Kredite durch institutionelle Investoren von deutschen Kreditinstituten auf einem strukturierten und transparenten Zweitmarkt.

1. Legaldefinition des notleidenden Kreditvertrages

§ 2 Abs. 18 KrZwMG definiert notleidende Kreditverträge als solche, die als notleidende Risikopositionen im Sinne des Art. 47a CRR III eingestuft werden.

Art. 47a CRR III dient dazu, nicht werthaltige Positionen vom harten Kernkapital abzuziehen. Eine Risikoposition gilt als notleidend, wenn:

- Ein Ausfall gemäß Art. 178 CRR III eingetreten ist („unlikely-to-pay“ oder „90 days past-due“);
- Sie nach dem Rechnungslegungsrahmen (z.B. IFRS 9) als wertgemindert gilt;
- Stundungsmaßnahmen gewährt wurden; oder
- Sie mehr als 30 Tage überfällig ist.

Die Auslegung dieser Kriterien ist komplex und erfordert oft bankaufsichtliches Fachwissen. Die BaFin fasst zudem endabgerechnete, titulierte oder abgeschriebene Forderungen unter den Begriff des notleidenden Kredits.

2. Verringerung von Informationsasymmetrien

§ 6 KrZwMG verpflichtet verkaufende Kreditinstitute, potenzielle Käufer umfassend über den Kreditvertrag, Ansprüche und Sicherheiten zu informieren. Dies soll mittels standardisierter Datenvorlagen nach dem technischen Durchführungsstandard (ITS) der EBA (Durchführungsverordnung (EU) 2023/2083) erfolgen.

3. Anforderungen an Kreditdienstleister

Kreditdienstleister benötigen eine Erlaubnis der BaFin und unterliegen einem umfassenden Aufsichtsregime, das an das KWG angelehnt ist. Dazu gehören:

- Genehmigung und Registrierung (§§ 10 ff. KrZwMG)
- Organisatorische Anforderungen (§ 14 KrZwMG)
- Verhaltenspflichten nach § 28 KrZwMG
- Transparenz- und Meldepflichten (§§ 30, 31 ff. KrZwMG)

§ 28 KrZwMG verlangt von Kreditkäufern und -dienstleistern, stets nach Treu und Glauben, redlich, professionell und fair zu handeln. Die Gesetzesbegründung betont, dass die Wahrnehmung von Gläubigerrechten in Insolvenz- oder Sanierungsverfahren nicht als Verstoß gegen diese Pflichten gilt.

Allerdings weicht der deutsche Wortlaut („Treu und Glauben“, „Verkehrssitte“) deutlich von der Terminologie der Richtlinie („in gutem Glauben, redlich und professionell“) ab. Dies erschwert eine europarechtskonforme Auslegung und birgt die Gefahr, dass national geprägte Rechtsfiguren (wie § 157, § 242 BGB) unreflektiert angewendet werden. Teile der Literatur warnen davor, die Maximen zu §§ 157, 242 BGB unkritisch auf § 28 KrZwMG zu übertragen.

4. Pflichten von Kreditkäufern

Kreditkäufer, die keine Kreditdienstleister sind, müssen für notleidende Kredite an Verbraucher, natürliche Personen oder KMU einen Kreditdienstleister beauftragen (§ 7 KrZwMG). Für Kreditkäufer aus Drittstaaten gilt eine inländische Vertreterpflicht (§ 9 KrZwMG).

5. Kreditdienstleistungen als sachlicher Anwendungsbereich

§ 2 Abs. 3 KrZwMG definiert Kreditdienstleistungen als:

- Einziehung und Durchsetzung fälliger Ansprüche
- Neuverhandlung von Vertragsbedingungen (sofern keine Kreditvermittlung)

- Bearbeitung von Beschwerden
- Information über Konditionsänderungen

WERTUNG

Das KrZwMG hat den Sekundärmarkt für notleidenden Krediten entgegen der gesetzgeberischen Intention praktisch zum Erliegen gebracht. Die bürokratischen Hürden,



insbesondere die Erlaubnispflicht für Kreditdienstleister, werden als übermäßig restriktiv kritisiert. Die Anzahl der bei der BaFin registrierten Kreditdienstleister ist überschaubar; aktivistische Debt-Investoren sind bislang nicht vertreten. Die Regulierung wird als „Kanonen auf Spatzen“ und als „Überregulierung“ bewertet.

Aktuelle Entwicklungen bis Mitte 2025 zeigen, dass der Markt für notleidende Kredite in anderen EU-Ländern mit weniger restriktiven Umsetzungen (z.B. Malta, Zypern) signifikant gewachsen ist. Dies deutet auf einen regulatorisch bedingten Wettbewerbsnachteil des deutschen Finanzstandorts hin.

VERMEIDUNGSSTRATEGIEN

Zur Vermeidung des Anwendungsbereichs des KrZwMG kommen folgende Strategien in Betracht:

- **Zeitliche Vermeidung:** Das Gesetz gilt nicht für Erwerbe vor dem 30. Dezember 2023 (Grandfathering).
- **Geographische Vermeidung:** Der Anwendungsbereich ist auf inländische bzw. EU-Kreditinstitute beschränkt. Nicht-EU-Banken fallen nicht unter das KrZwMG.
- **Alternative Gestaltungen:** Unterbeteiligungen, Credit Default Swaps oder andere derivative Strukturen können genutzt werden, ohne einen rechtlichen Forderungsübergang zu bewirken.
- **Nutzung des europäischen Passes:** Kreditdienstleister können in wirtschaftsfreundlicheren EU-Jurisdiktionen (z.B. Malta, Zypern) zugelassen werden und über den Europäischen Pass (§§ 23 ff. KrZwMG) in Deutschland tätig werden.
- **Einschaltung von Rechtsanwälten:** § 1 Abs. 2 Nr. 2 KrZwMG nimmt anwaltliche Tätigkeiten vom Anwendungsbereich aus. Rechtsanwälte können daher bestimmte Kreditdienstleistungen erbringen, ohne dem KrZwMG zu unterliegen – freilich nur solange und soweit dies im Einklang mit den Anforderungen des ausgeübten freien Berufes steht.

AUSBLICK UND FAZIT

Das KrZwMG setzt die europäische Richtlinie überaus restriktiv um und belastet den Markt mit bürokratischen Anforderungen. Ob es gelingt, einen liquiden und transparenten Zweitmarkt für notleidende Kredite zu schaffen, bleibt fraglich. Die Praxis wird Wege finden, den Anwendungsbereich des Gesetzes zu umgehen oder zu minimie-

ren – sei es durch Gestaltung, Standortverlagerung oder die Nutzung anwaltlicher Dienstleistungen.

Vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen im Jahr 2025 wäre eine Überprüfung der regulatorischen Rahmenbedingungen wünschenswert, um die Balance zwischen Anlegerschutz, Verbraucherschutz und Markteffizienz zu finden. Der deutsche Gesetzgeber ist gefordert, nachzusteuern, um nicht die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Deutschland zu gefährden.

Die jüngsten europäischen Entwicklungen im Bereich der Kreditdienstleistungsregulierung deuten darauf hin, dass die EU-Kommission die Umsetzung in den Mitgliedstaaten beobachten und möglicherweise nachsteuern wird. Bis dahin wird der deutsche Markt für notleidende Kredite eher durch Innovationen in der Vertragsgestaltung und Strukturierung als durch regulatorische Erleichterungen geprägt sein.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das KrZwMG zwar einen wichtigen Schritt zur Harmonisierung des EU-Binnenmarktes für notleidende Kredite darstellt, aber in seiner aktuellen Ausgestaltung zu restriktiv ist und damit seine eigenen Ziele zu untergraben droht. Eine behutsame Nachjustierung wäre wünschenswert, um das Potenzial eines funktionierenden Sekundärmarktes für notleidende Kredite in Deutschland voll auszuschöpfen.

AUTOR



Dr. Peter Stainer berät Mandanten in allen Bereichen des Gesellschaftsrechts mit besonderem Schwerpunkt auf M&A-Transaktionen, gesellschaftsrechtlichen Streitigkeiten, Restrukturierungen und Special Situations. Darüber hinaus berät

er als Mitglied der Praxisgruppe Energy & Infrastructure Projects internationale Mandanten im Energie- und Infrastrukturbereich, insbesondere im Hinblick auf kohlenstoffarme Energieerzeugung, Auftragsvergabe und Infrastruktur.

Grüne und nachhaltige Finanzierungen

Berücksichtigung von ESG-Kriterien in Finanzierungsverträgen

In den vergangenen Jahren hat die Bedeutung von Finanzierungen, die Nachhaltigkeitsmerkmale berücksichtigen, stetig zugenommen. In der jüngeren Vergangenheit ist dieser Markt jedoch rückläufig. Auch wenn der Fokus der Marktteilnehmer derzeit von einer Vielzahl anderer Herausforderungen in Anspruch genommen wird, werden Finanzierungen, die ESG-Kriterien berücksichtigen auch zukünftig relevant bleiben. Für diese anhaltende Relevanz sorgen nicht zuletzt die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, die eine verstärkte Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsrisiken bei der Bewertung von Kreditrisiken vorsehen.

Wie eine nachhaltigkeitsbezogene Finanzierung konkret umgesetzt wird, ist gesetzlich weitgehend ungerregelt. Eine gewisse Vereinheitlichung wird allerdings dadurch erreicht, dass die Branchenverbände der Finanzindustrie Leitlinien und Musterdokumente zur Verfügung stellen, an denen sich der Markt orientieren kann.



AUSGESTALTUNG VON DARLEHENSVERTRÄGEN

Der Nachhaltigkeitsbezug einer Finanzierung kann sich aus der Verwendung der unter dem Darlehen zur Verfügung gestellten Mittel für bestimmte nachhaltige Zwecke ergeben. Alternativ dazu kann sich der Nachhaltigkeitsbezug aber auch daraus ergeben, dass die Finanzierung an einen Darlehensnehmer ausgereicht wurde, der bestimmte Nachhaltigkeitskriterien erfüllt, ohne dass es auf die konkrete Mittelverwendung ankommt.

Für beide Regelungskonzepte haben die Branchenverbände *Loan Markets Association (LMA)*, *Asia Pacific Loan Markets Association (APLMA)* und *Loan Syndications and Trading Association (LSTA)* gemeinsame Leitlinien und dazugehörige Erläuterungen entworfen, die zuletzt im März 2025 aktualisiert wurden. Bei diesen Leitlinien handelt es sich um die sogenannten *Green Loan Principles* und die *Sustainability Linked Loan Principles*. Den Mitgliedern der LMA werden zudem auch konkrete Umsetzungsvorschläge in Form von Musterklauseln zur Verfügung gestellt.

Darüber hinaus verwenden viele Kreditgeber ihre eigenen Muster für nachhaltigkeitsbezogene Finanzierungen. Die grundlegenden Regelungsmechanismen der Musterdokumente finden sich jedoch in angepasster Form auch häufig in den von den Banken verwendeten Mustern wieder.

SUSTAINABILITY LINKED LOANS

Bei einem *Sustainability Linked Loan* werden Anforderungen an die Erreichung bestimmter nachhaltigkeitsbezogener Leistungskriterien (*Key Performance Indicators, KPI*) durch den Darlehensnehmer gestellt. Die Zielerreichung wirkt sich dann auf die Konditionen des Darlehensvertrags, zumeist die Marge, aus.

Gemäß der *Sustainability Linked Loan Principles* der LMA sind bei einem *Sustainability Linked Loan* fünf Grundsätze umzusetzen. Zunächst sind geeignete Leistungskriterien zu definieren. Diese sollen bestimmte Mindestanforderungen erfüllen und unter anderem von strategischer Bedeutung und messbar sein (i). In einem zweiten Schritt sind die Nachhaltigkeitsziele (*Sustainability Performance Targets, SPTs*) festzulegen, die den einzelnen Leistungskriterien zugeordnet werden (ii). In Bezug auf die Erreichung der Nachhaltigkeitsziele ist regelmäßig, jedoch

mindestens jährlich, Bericht zu erstatten (iii). Zudem ist die Zielerreichung auch durch einen externen Dritten zu überprüfen (iv). Ist die Überprüfung bereits Gegenstand der Prüfung durch den Abschlussprüfer, kann dies ausreichen. Abhängig von der Erreichung/ Erfüllung der Nachhaltigkeitsziele kommt es dann zur Anpassung der (finanziellen) Konditionen des Darlehensvertrags (v). In den meisten als *Sustainability Linked Loans* ausgestalteten Finanzierungen bewegt sich die Anpassung der Marge jedoch in einem Bereich von lediglich wenigen Basispunkten.

Neben den allgemeinen (öffentlich einsehbaren) Prinzipien stellt die LMA ihren Mitgliedern auch konkrete Formulierungsvorschläge für die Umsetzung eines *Sustainability Linked Loans* zur Verfügung. Diese Formulierungsvorschläge wurden für die Nutzung im Muster für Akquisitionsdarlehen nach englischem Recht entworfen. Die LMA-Muster sind modular aufgebaut und bei der inhaltlichen Ausgestaltung der nachhaltigkeitsbezogenen Merkmale handelt es sich grundsätzlich um eine privatautonome Abrede zwischen den Parteien. Die Musterklauseln der LMA können daher grundsätzlich auch für deutsche Darlehensverträge genutzt werden, sollten jedoch nicht unkritisch in Verträge nach nationalem Recht übernommen werden. Insbesondere können an sich zulässige Regelungen zu Rechtsfolgen nach deutschem Recht führen, die bei dem Entwurf der englischen Musterklauseln nicht berücksichtigt werden konnten.

So steht es den Parteien zwar grundsätzlich frei die Zinsmarge an die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen zu binden, die Konsequenzen dieser Regelung richten sich dann aber nach deutschem Gesetzesrecht. Hier kann es beispielsweise einen gravierenden Unterschied machen, ob eine Finanzierung, für die ein gebundener Sollzinssatz vereinbart war, durch die Regelung eines von ESG-Merkmalen abhängigen Margengitters zur Finanzierung mit veränderlichem Zinssatz wird. Letztere kann nämlich jederzeit mit einer Kündigungsfrist von drei Monaten gekündigt werden und dieses Kündigungsrecht darf nicht durch vertragliche Regelungen ausgeschlossen oder erschwert werden.

GREEN LOANS

Im Gegensatz zu den *Sustainability Linked Loans* steht bei den *Green Loans* die konkrete Nutzung des Dar-

lehens für grüne Projekte im Vordergrund. Die *Green Loan Principles* sehen dabei vier Grundprinzipien für die Strukturierung eines *Green Loans* vor. Zunächst ist die Verwendung der Darlehensmittel für ein bestimmtes Projekt (*Green Project*) festzulegen. In den *Green Loan Principles* werden beispielhaft geeignete Verwendungszwecke, wie etwa Maßnahmen, die der Steigerung der Energieeffizienz von Gebäuden dienen, dargestellt (i). Die Auswahl und Bewertung des Projektes hat dabei nach geordneten Verfahren zu erfolgen (ii). Es muss sichergestellt sein, dass die zur Verfügung gestellten Mittel auch tatsächlich dem *Green Project* zukommen (iii) und über die Mittelverwendung muss auf geeignete Weise Bericht erstattet werden (iv).

Im Gegensatz zu den Regelungen bei den *Sustainability Linked Loans* ist bei einem *Green Loan* mit der (Nicht)Erfüllung der Nachhaltigkeitsmerkmale keine wirtschaftliche Sanktion in Form einer Margenanpassung vorgesehen. Bei der Ermittlung der ursprünglichen Konditionen kann jedoch selbstverständlich der Zweck, für den das Darlehen ausgereicht wird, berücksichtigt werden.

Wie auch bei den *Sustainability Linked Loans* stellt die LMA ihren Mitgliedern ergänzend zu den öffentlich einsehbaren allgemeinen Prinzipien auch konkrete Umsetzungshinweise in Form von Musterklauseln zur Verfügung.

Aufgrund ihres konkreten Bezugs zu der Mittelverwendung im Einzelfall eignen sich *Green Loans* insbesondere im Bereich der Projektfinanzierungen und sind daher auch eine häufig für Immobilienfinanzierungen gewählte Gestaltung. Bei allgemeinen Unternehmensfinanzierungen, bei denen kein konkreter Bezug zwischen den unter dem Darlehen zur Verfügung gestellten Mitteln und der Förderung eines bestimmten Projekts hergestellt werden kann, bietet sich demgegenüber eine Ausgestaltung als *Sustainability Linked Loan* an.

FOLGEN BEI VERSTÖßEN GEGEN NACHHALTIGKEITSBEZOGENE BESTIMMUNGEN

Der Bestand einer Finanzierung soll grundsätzlich nicht davon abhängig sein, ob diese die Anforderungen an einen *Sustainability Linked Loan* oder einen *Green Loan* erfüllt. Die Musterklauseln regeln daher ein weitgehend abgeschlossenes Rechtsfolgensystem, das greift, wenn Nachhaltigkeitskriterien nicht erfüllt oder nachhaltig-

keitsbezogene Vorschriften verletzt werden. Neben dem Verlust von Margenvorteilen bei den *Sustainability Linked Loans* besteht die Rechtsfolge von Verstößen darin, dass die Regelungen eines Deklassifizierungs-Mechanismus greifen. Das Darlehen kann somit den Status eines *Green Loan* beziehungsweise *Sustainability Linked Loan* verlieren und darf auch nicht mehr als solches bezeichnet werden. Das Verbot der Verwendung von nachhaltigkeitsbezogenen Bezeichnungen erfolgt jedenfalls zukunftsbezogen. Die Parteien können sich aber auch auf weitere Verpflichtungen in Bezug auf die Entfernung oder Korrektur vergangener Aussagen zur Nachhaltigkeitsqualifikation einigen.

Auch wenn die nachhaltigkeitsbezogenen Regelungen grundsätzlich ein in sich abschließendes Regelungskonzept bilden, wirkt dieses sogenannte *Ring-Fencing* nicht absolut. Verwendet der Darlehensnehmer auch nach einer Deklassifizierung weiterhin die nachhaltigkeitsbezogene Bezeichnung, können die allgemeinen Regelungen für Vertragsverletzungen greifen, die auch die Entstehung eines Kündigungsgrundes umfassen können. Dies ist auch angemessen, schließlich geht in einer solchen Situation von dem Deklassifizierungs-Mechanismus keine Sanktionswirkung mehr aus, wenn der Status als nachhaltiges Darlehen bereits verloren ist. Bei *Green Loans* kann zudem auch eine Verletzung der allgemeinen Zweckbindung des Darlehens (im Gegensatz zu den Vorschriften zum Nachweis einer grünen Mittelverwendung) einen Vertragsverstoß begründen, der bis hin zur Darlehenskündigung sanktioniert werden kann. Auch dies ist angemessen, da ein Verstoß gegen die Mittelverwendungsvorschriften nicht dadurch weniger sanktionswürdig wird, dass das zu finanzierende Projekt zugleich bestimmte Nachhaltigkeitsmerkmale erfüllt.

NACHHALTIGE ANLEIHEN

In Bezug auf Anleihen wurde durch die *International Capital Markets Association* (ICMA) Standards entwickelt. Auch diese sehen eine Unterscheidung zwischen einem projektbezogenen Nachhaltigkeitsbezug bei den *Green Bonds* und einem KPI-orientierten Ansatz bei den *Sustainability Linked Bonds* vor. Gerade für Pfandbriefbanken sind zudem die durch den Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) herausgegebenen Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe relevant. Diese basieren auf den *Green Bond Principles* der ICMA. Bei einem grünen

Pfandbrief dienen die Emissionserlöse ausschließlich der Finanzierung sogenannter „Geeigneter Assets“. Dies sind Immobilienfinanzierungen, bei denen die Immobilien bestimmte nachhaltigkeitsbezogene Merkmale erfüllen, die sich abhängig von bestimmten Kategorien (beispielsweise Neubau) unterscheiden. Wird ein „Grüner Pfandbrief“ emittiert, muss sich in der Deckungsmasse ein Nominalvolumen an Geeigneten Assets befinden, das mindestens dem Gesamtnominalwert des Grünen Pfandbriefs entspricht. Auch wenn die Mindeststandards zunächst nur die Emittenten von Pfandbriefen betreffen, haben sie indirekt auch Auswirkungen auf die Gestaltung der zugrundeliegenden Darlehensverträge, da bereits hier die Weichen für eine Einstufungsmöglichkeit als „Geeignetes Asset“ gestellt werden.

Anders als bei der Gestaltung der Darlehensverträge gibt es im Bereich der Anleihen neben den Marktstandards und den unverbindlichen Vertragsmustern bereits Regelungen in Form des European Green Bond Standard (Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.11.2023). Die Regelungen dieser Verordnung gelten jedoch nur dann, wenn die Bezeichnung „europäische grüne Anleihe“, das jeweilige sprachliche Äquivalent dazu oder die Abkürzung „EuGB“ verwendet werden soll.

TRANSITION LOANS

Die bestehenden Regelungsvorschläge und Konzepte haben die Branchenverbände LMA, APLMA und LSTA diesen Oktober nun mit dem *Guide to Transition Loans* um einen neuen Regelungsbaustein ergänzt. Im Gegensatz zu den *Green Loans* soll der Schwerpunkt hier nicht auf bereits „grünen“ Projekte liegen, sondern es soll ein Instrument zur Gestaltung des Übergangs in Richtung zunehmender Nachhaltigkeit geschaffen werden. Die Leitlinien enthalten sowohl Ansätze für Regelungen auf Gesellschaftsebene als auch in Bezug auf eine projektbezogene grüne Mittelverwendung. Sie fügen sich also in das System der *Green Loans* und der *Sustainability Linked Loans* ein. Nach dem Abschluss einer Evaluierungsphase von 6 bis 12 Monaten sollen die *Transition Loan Principles* finalisiert werden, die sich in der Regelungsstruktur an den *Green Loan Principles* orientieren. Darüber hinaus ist es geplant, die *Guidance on Sustainability Linked Loan Principles* zu ergänzen, um Transitionsfinanzierungen besser abbilden zu können. Die Branchenverbände

erkennen aber, dass auch die bisherigen *Sustainability Linked Loan Principles* ein dynamisches Element enthalten (beispielsweise die Regelung zukünftig die Anforderungen bestimmter KPIs zu erreichen). Daher sollen Transitionsfinanzierungen auch unter dem *Sustainability Linked Loan Label* möglich sein und ein Hinweis auf die Transitionsfinanzierung optional hinzukommen können.

AUSBLICK

Derzeit ist die Vertragsgestaltung bei grünen Finanzierungen noch maßgeblich durch Marktstandards und Musterdokumente geprägt. In der konkreten Ausgestaltung kann es jedoch im Einzelfall zu erheblichen Unterschieden kommen, die sowohl die konkret anwendbaren Kriterien als auch die Form und den Umfang der Nachhaltigkeitsberichterstattung betreffen. Es ist daher zu erwarten, dass es zu einer weiteren Vereinheitlichung von Anforderungen und Berichtsstandards kommt, die sich auch zunehmend an den Kategorien der weitreichenden ESG-bezogenen Regulatorik auf nationaler und vor allem Europäischer Ebene orientieren. Dieser Trend zur Vereinheitlichung zeichnet sich bereits in den aktuellen Arbeitsergebnissen der Verbände ab. So hat beispielsweise der ZIA in Zusammenarbeit mit dem vdp im Mai dieses Jahres eine gemeinsam entwickelte Liste von relevanten KPIs für den Austausch zwischen Banken und der Immobilienwirtschaft vorgestellt. Dieser Liste liegen die Anforderungen aus einer Vielzahl von nachhaltigkeits- aber auch kreditrisikobezogenen Regelungswerken zugrunde und es soll eine Vereinheitlichung des Informationsaustauschs ermöglicht werden.

AUTOR



Florian Geuders Tätigkeitsbereiche umfassen sowohl das Aufsichts- als auch das Investmentrecht sowie die damit im Zusammenhang stehenden Bereiche des Kapitalmarktrechts. Zudem berät er Mandanten zu Fragestellungen des

Immobilien- und Immobilienwirtschaftsrechts. Darüber hinaus ist Herr Geuder auch im Bereich des allgemeinen Gesellschaftsrechts einschließlich der Beratung zu Unternehmenstransaktionen tätig.

Gefährliches Training!

Hier soll nicht vor Muskelzerrungen in der Mucki-Bude gewarnt werden.

Es geht um das Trainieren von Programmen der Künstlichen Intelligenz. Und die Gefahren liegen in juristischen Fußangeln, nämlich solchen, die das Urheberrecht legt.

Warum sollte sich ein Immobilienunternehmen dafür interessieren? Eine berechtigte Frage, denn vor allem geht das die Unternehmen an, die solche Programme herstellen und anbieten. Aber diese Unternehmen brauchen für das Training ihrer Modelle Daten, viele Daten. Nachdem die bekannten Large Language Models, ChatGPT, Claude und Kollegen, das Internet und sonstige öffentlich zugängliche Quellen weitgehend abgegrast haben, richtet sich deren Interesse jetzt auf die mindestens ebenso große Menge an Daten, die nicht öffentlich zugänglich sind. Das gilt besonders für Anwendungen, die branchenspezifisch für praktische Einsatzmöglichkeiten entwickelt werden. Hier kommen die Unternehmen ins Spiel, in deren Archiven, in den elektronischen vor allem, massenhaft branchenspezifische Dokumente liegen. Die bieten sich als Trainingsmaterial gerade für Anwendungen in der betreffenden Branche an.

Deswegen kommen KI-Unternehmen auf Firmen zu und schlagen ihnen vor, Archivmaterial für ein spezialisiertes Training ihrer Programme zur Verfügung zu stellen, Prospekte zum Beispiel, Investmentmemoranden, Gutachten, Softwarecode. Das soll die Qualität von KI-Programmen erhöhen, die dabei helfen, genau solche Dokumente neu zu schreiben. Aber viele dieser Materialien unterliegen einem Urheberschutz, der könnte diese Nutzung verbieten.

Zwar haben sich die Unternehmen normalerweise vom Urheber ausschließliche Nutzungsrechte an allen Unterlagen einräumen lassen, die für das Unternehmen erstellt wurden. Bei eigenen Mitarbeitern geschieht das nach der Rechtsprechung sogar stillschweigend (im Grundsatz). Aber es gilt immer nur für den Zweck, der bei der Rechteinräumung verfolgt wurde; man nennt das die Übertragungszwecklehre (§ 31 Abs. 5 Urheberrechtsgesetz – „UrhG“). Und bis zum Anfang dieses Jahrzehnts konnte dieser Zweck, abseits von sehr speziellen Fällen, nicht das Training von KI-Modellen sein, schon gar nicht für eine Nutzung auch durch Dritte.

Denn die Möglichkeit einer solchen Nutzung war den meisten von uns bis dahin schlicht unbekannt. Und das Recht an unbekanntem Nutzungen gilt nur im Ausnahmefall als eingeräumt, nämlich, wenn es ausdrücklich vereinbart wurde. Das kommt zwar zuweilen in Verträgen vor, aber beileibe nicht in allen. Zu der stillschweigenden Vereinbarung mit Mitarbeitern gehört es

wahrscheinlich nicht; das ist anders nur bei Computercode, weil § 69b Urheberrechtsgesetz speziell dafür eine umfassende Rechteinräumung vorsieht. Außerdem stellt das Gesetz besondere Anforderungen an die Einräumung von Rechten auch für unbekanntem Nutzungsarten: sie bedarf der strengen gesetzlichen Schriftform (§ 31a UrhG) und bei Verträgen, die vor 2008 abgeschlossen wurden, gibt es ein Widerspruchsrecht des Urhebers (§ 137l UrhG).

Verletzungen des Urheberrechts sind grundsätzlich strafbar (§ 106 UrhG). Außerdem verpflichten sie zur Unterlassung und zum Schadensersatz (§ 97 UrhG). Das kann für ein Unternehmen durchaus teuer werden, vor allem, wenn es wie in einem solchen Fall größere Mengen von geschützten Materialien betrifft.

Vorsicht also bei der Trainingsunterstützung! Hier gilt, wie könnte die Schlussfolgerung in einer Publikation wie dieser anders sein: lieber vorher eine Juristin oder einen Juristen fragen!

„Und bis zum Anfang dieses Jahrzehnts konnte dieser Zweck, abseits von sehr speziellen Fällen, nicht das Training von KI-Modellen sein, schon gar nicht für eine Nutzung auch durch Dritte.“

AUTOR



Michael Prinz zu Löwenstein legt seine Beratungsschwerpunkte auf die Bereiche Immobilientransaktionen, strukturierte Finanzierungen sowie Fusionen und Übernahmen. Er verfügt über tiefgehende Erfahrung im Gesellschafts- und Handelsrecht und ist in einem breiten Branchenspektrum tätig. Herr zu Löwenstein berät und vertritt vor allem internationale Investoren auf dem deutschen Markt und deutsche institutionelle Mandanten bei ihren Auslandsaktivitäten.

Incentive Management Agreements:

An Alternative to Joint Ventures for Managing U.S. Real Estate Investments

Joint Ventures are a Common Approach to U.S. Commercial Real Estate Investment

In the United States, non-U.S. commercial real estate investors commonly pursue acquisitions and development initiatives through joint ventures (“JVs”), a tailored investment structure that fosters strategic collaboration between two or more parties—most often a capital partner and an operating partner. These arrangements are designed to facilitate the execution of a specific real estate transaction by enabling participants to combine financial and operational resources, share risk, and capitalize on complementary skill sets. Typically, the capital partner contributes the majority of the equity, while the operating partner brings specialized expertise in areas such as site selection, entitlement, construction management, leasing, and asset optimization. Most often, these JVs are based upon the U.S. private equity model. The capital partner typically provides between 90% and 95% of the equity capital, while the operating partner invests the remaining 5% to 10%, often in exchange for a promoted interest or performance-based return. The operating partner also often provides ancillary services to the JV, such as development management, property management and asset management services.

The JV is formalized through a detailed joint venture agreement, which serves as the governing document for the partnership. This agreement outlines essential terms and conditions, including initial and future capital contributions, ownership percentages, governance structures, decision-making authority, profit and loss allocations, exit strategies, and mechanisms for resolving disputes. These ventures are generally structured to be project-specific and time-bound, dissolving upon the sale, refinancing, or stabilization of the underlying asset.



Despite the widespread use of joint ventures, some non-U.S. investors opt to pursue sole ownership of commercial real estate assets. This approach offers complete autonomy over all phases of the investment lifecycle, including capital structuring, operational execution, and disposition planning. Sole ownership eliminates the need for complex governance frameworks and significantly reduces the potential for inter-party disagreements or strategic misalignment. Additionally, investors retain full control over timing and strategy, allowing for long-term value creation without external pressure to exit or compromise. For those with sufficient financial capacity, internal management capabilities, or a desire for streamlined decision-making, sole ownership presents a compelling alternative. However, the operating partner brings specific skill sets and capabilities to the table, such as deal sourcing, financing relationships with banks and private lenders, and asset management services, so the sole owner must be well equipped to own a real estate asset outright.

INCENTIVE MANAGEMENT AGREEMENTS PROVIDE AN ALTERNATIVE STRUCTURE

Under an incentive management structure, the non-U.S. investor is able to preserve many of the strategic advantages of a JV while maintaining sole ownership is the incentive management agreement. This hybrid structure between a JV and sole ownership is designed to align the interests of property owners and third-party managers by linking compensation to the achievement of specific performance metrics. Unlike traditional property management agreements that rely on fixed fees, incentive-based agreements incorporate variable compensation—commonly referred to as an “incentive fee”—which is earned only when predefined financial or operational benchmarks are met. These benchmarks may include net operating income (NOI), internal rate of return (IRR), occupancy levels, tenant retention, or revenue growth targets.

Incentive management agreements typically contain provisions addressing the base management fee (often calculated as a percentage of gross revenue), the methodology for determining incentive fees, performance thresholds, timing and frequency of payments, reporting and audit requirements, and termination rights. In some cases, incentive fees may be structured with tiers or

capped to ensure a balanced alignment of interests and to mitigate excessive risk-taking. The relevant tensions in negotiating incentive management agreements are around control of the asset, decision-making capabilities regarding the budget and operating expenses, and leasing decision-making structures. Incentive management agreements are particularly prevalent in asset classes where active management plays a critical role in driving performance—such as hospitality, multifamily housing, and mixed-use developments—making it an attractive option for owners seeking to enhance returns while maintaining full control of the asset.

UTILIZING AN INCENTIVE MANAGEMENT AGREEMENT IN YOUR NEXT U.S. REAL ESTATE INVESTMENT

While joint ventures continue to serve as a dominant investment vehicle in the U.S. commercial real estate market for many non-U.S. investors, incentive management agreements offer a sophisticated alternative. They allow investors to retain ownership and control while benefiting from professional management and performance-based incentives. They also allow the manager to bring their services and capabilities to the table, including asset and property management services, financing relationships, and deal sourcing. This structure provides a flexible and efficient means of aligning interests, optimizing asset performance, and achieving investment objectives without the complexities inherent in multi-party partnerships.

AUTOR



Dave Powell konzentriert sich auf die Strukturierung von Eigenkapital- und Fremdkapitalinvestitionen im Immobilienbereich. Er vertritt Investoren bei einer Vielzahl von Immobilientransaktionen, mit Schwerpunkt auf Joint Ventures und anderen Partnerschaften. Dave vertritt institutionelle, Private-Equity- und nicht-US-Investoren bei der Strukturierung und Verwaltung von US-Immobilieninvestitionen in Eigen- und Fremdkapital, häufig über private Immobilien-Investment-Trusts, Partnerschaften und andere Joint-Venture-Transaktionen.

Abu Dhabi
Atlanta
Austin
Brussels
Charlotte
Chicago
Dallas
Denver
Dubai
Frankfurt
Geneva
Houston
London
Los Angeles
Miami
New York
Northern Virginia
Paris
Riyadh
Sacramento
San Francisco
Silicon Valley
Singapore
Sydney
Tokyo
Washington, D.C.

kslaw.com

© 2025 King & Spalding. In einigen Rechtsordnungen könnte dies als „Anwaltswerbung“ angesehen werden. King & Spalding besteht aus King & Spalding LLP, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht des US-Bundesstaates Georgia, sowie verbundenen Gesellschaften mit beschränkter Haftung in den USA, England und Singapur.