

Neuerungen für Immobilienfonds



Am 22. September 2010 hat die Bundesregierung den Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ("**Regierungsentwurf**") vorgestellt. Dieser wurde mit Spannung erwartet, da er kontrovers diskutierte Regelungsbereiche neu ordnen soll. Insbesondere enthält er eine Neugestaltung der Regelungen zu offenen Immobilienfonds ("**Immobilienfonds**") im Investmentgesetz ("**InvG**").

1. Mindesthaltefristen

Bisher war es möglich, von der Kapitalanlagegesellschaft ("**KAG**") jederzeit die Rücknahme der Anteile zu verlangen. Zukünftig soll eine Anteilrückgabe erst nach Ablauf einer Haltefrist von 24 Monaten möglich sein. Zum Nachweis dieser Frist soll die depotführende Stelle einen in Textform erstellten besonderen Nachweis an die KAG liefern. Eine Ausnahme gilt für Rückgaben bis zu EUR 5.000 je Anleger und Monat. Dies soll gerade für Privatanleger die nötige Flexibilität bei der Anlage und die Attraktivität des Produkts "Immobilienfonds" erhalten. KAGen können zukünftig die Häufigkeit der Rücknahmetermine in den Vertragsbedingungen festlegen. Mindestens alle 12 Monate muss es jedoch einen Rücknahmetermin geben. Sah der Referentenentwurf noch zusätzliche Kündigungsfristen vor, so arbeitet der Regierungsentwurf mit zwingenden Rücknahmeabschlägen, die dem Immobilienfonds zu Gute kommen sollen, um einen längeren Anlagehorizont zu befördern: Erfolgt die Rückgabe innerhalb einer Frist von 24 bis 36 Monaten nach Zeichnung, so wird ein Rücknahmeabschlag in Höhe von 10 % erhoben. Erfolgt die Rückgabe innerhalb einer Frist von 36 bis 48 Monaten nach Zeichnung, liegt der Rückgabeabschlag bei 5 %. Ab einer Haltedauer von 4 Jahren gelten nur noch vertragliche Rücknahmeabschläge (die KAGen zukünftig vermutlich nicht mehr erheben werden).

Inhalt:

Mindesthaltefristen

Bewertung durch Sachverständige

Ausschüttungen

Aussetzung der Rücknahme

Liquidierung eines offenen Immobilienfonds

Mitspracherechte der Anleger

Kündigung durch die KAG

Übergangsfristen

Auswirkungen für institutionelle Anleger

Ausblick

Dieser Newsletter dient der allgemeinen Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall. Wenn Sie Fragen haben oder weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihren üblichen Ansprechpartner bei Clifford Chance oder an:

[Dr. Sven Zeller](mailto:Dr.Sven.Zeller@cliffordchance.com) +49 69 7199 1280

[Anja Breilmann](mailto:Anja.Breilmann@cliffordchance.com) +49 69 7199 3117

Die E-Mail-Adresse lautet:
vorname.nachname@cliffordchance.com

Clifford Chance
Mainzer Landstraße 46
60325 Frankfurt am Main

Clifford Chance
Königsallee 59,
40215 Düsseldorf

Clifford Chance
Theresienstraße 4-6,
80333 München

www.cliffordchance.com

Eine Ausnahmeregelung für Dachimmobilienfonds sieht der Regierungsentwurf nicht vor. Dies wird zu erheblichen praktischen Schwierigkeiten und einer Risikoverlagerung führen, da bei Publikumsdachfonds weiterhin eine jederzeitige Rückgabemöglichkeit besteht, die das Liquiditätsmanagement für den Dachfondsmanager erschwert.

2. Bewertung durch Sachverständige

Wie bisher sollen Immobilien zunächst vor Erwerb, dann auch im Laufe des üblichen Geschäftsbetriebs des Immobilienfonds durch Sachverständige bewertet werden. Allerdings sieht der Regierungsentwurf erhebliche Änderungen im Hinblick auf den Bewertungssturnus vor.

Eine neue Bewertung ist mindestens alle 12 Monate erforderlich. Soweit allerdings Rücknahmetermine weniger als 12 Monate auseinanderliegen, darf der Abstand zwischen den Neubewertungen bei jeder Immobilie nicht länger sein als der Zeitraum zwischen zwei Rückgabeterminen, mindestens jedoch einen Monat (bei quartalsmäßigen Rücknahmetermenin ist also eine Bewertung mindestens alle drei Monate erforderlich). Darüber hinaus gilt, dass zu jedem Bewertungstermin die Bewertung von höchstens 30 % der Immobilien (bezogen auf den zuletzt festgestellten Verkehrswert) länger zurückliegen darf als ein Drittel des Zeitraums zwischen zwei Rückgabeterminen.

3. Ausschüttungen

Da Anleger zukünftig länger an ein Investment in einem Immobilienfonds gebunden sein sollen, erachtet es der Gesetzgeber für geboten, dass es keine rein thesaurierenden Immobilienfonds mehr geben soll. Auch thesaurierende Immobilienfonds sollen gezwungen sein, mindestens 50 % des zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Nettoergebnisses auch tatsächlich an ihre Anleger auszuschütten, es sei denn, dieses wird für notwendige künftige Instandhaltungsmaßnahmen benötigt.

4. Aussetzung der Rücknahme

Nach der Begründung des Regierungsentwurfs hat sich das seit den Zeiten des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften verankerte Verfahren zur Aussetzung der Rücknahme nach § 81 InvG nicht ausreichend bewährt. Daher ist nun ein geändertes Rücknahmeverfahren vorgesehen, das sich in drei Phasen einteilen lässt:

Phase 1:

Für Phase 1 stehen zweimal sechs Monate – zusammen also ein Jahr – zur Verfügung.

Liegen zu einem Rücknahmetermine Rücknahmeverlangen in einer Höhe vor, die es nicht erlauben, die Rücknahmeverlangen durch Auszahlung zu befriedigen, soll es zunächst zu einer Aussetzung der Rücknahme für sechs Monate kommen. Die Aussetzung soll dabei nicht länger im Ermessen der

KAG stehen. Vielmehr ist die KAG bei Vorliegen sämtlicher Voraussetzungen der Aussetzung dazu verpflichtet. Während dieser Zeit soll die KAG versuchen, ausreichende Liquidität anzusammeln, um den Rücknahmeverlangen entsprechen zu können. Ist nach Ablauf der ersten sechs Monate eine Rückgabe noch nicht möglich, so ist eine Rücknahmeaussetzung für weitere sechs Monate zu erklären. Während dieser sechs Monate soll die KAG versuchen, durch die Veräußerung von Immobilien Liquidität zu erzeugen, auch wenn diese Immobilien bisher nicht zur Veräußerung vorgesehen waren. Dabei darf die KAG nur Verkaufspreise akzeptieren, die nicht oder nur unwesentlich unter den durch den Sachverständigenausschuss festgestellten Wert liegen.

Soweit nach Ablauf dieser zwölf Monaten noch immer nicht ausreichend Liquidität zur Verfügung steht, um den Rücknahmeverlangen zu entsprechen, muss die KAG den Eintritt in Phase 2 erklären.

Phase 2:

Für Phase 2 stehen weitere 12 Monate zur Verfügung.

Während dieser Zeit muss die KAG Liquidität beschaffen, indem sie weitere Vermögensgegenstände veräußert. Dabei soll ein Abschlag von bis zu 10 % auf den durch den Sachverständigenausschuss festgestellten Wert zulässig sein.

Wenn nach Ablauf dieser weiteren 12 Monate eine Rücknahme immer noch nicht möglich ist, muss die KAG den Eintritt der Phase 3 erklären.

Phase 3:

Für Phase 3 stehen der KAG sechs Monate zur Verfügung.

Während dieser Zeit muss sie Liquidität beschaffen, indem sie Vermögensgegenstände mit einem erhöhten Abschlag von bis zu 20 % auf den vom Sachverständigenausschuss festgestellten Wert veräußert.

Sofern nach Ablauf der Phasen 1 bis 3 noch immer nicht ausreichend Liquidität zur Verfügung steht, um allen Rücknahmeverlangen begegnen zu können, soll die KAG ihr Verwaltungsrecht in Bezug auf den betroffenen Immobilienfonds verlieren. Damit geht dann dessen Verwaltung auf die Depotbank über, die den Immobilienfonds liquidieren soll. Das Recht zur Verwaltung eines bestimmten Immobilienfonds soll im Übrigen auch dann erlöschen, wenn die KAG die Rücknahme von Anteilen binnen fünf Jahren dreimal aussetzt.

Zwischen zwei Aussetzungen der Rücknahme (unter erneutem Durchlaufen der Phasen 1 bis 3) müssen mindestens 12 Monate oder zwei Rückgabetermine liegen. Der Regierungsentwurf lässt allerdings die Frage offen, wie zu verfahren ist, wenn mangels Liquidität zwischen zwei Aussetzungen der Rücknahme nicht 12 Monate oder zwei Rückgabetermine liegen.

5. Liquidierung eines offenen Immobilienfonds

Unklar bleibt im Regierungsentwurf auch, ob tatsächlich die Depotbank alleine die Abwicklung des Immobilienfonds vornehmen soll. Die höhere Sachkenntnis liegt eindeutig bei den KAGen und daher erscheint es nicht wünschenswert, dass die Abwicklung alleine durch die Depotbanken erfolgt. Ferner fehlt dann die Kontrolle durch eine unabhängige Stelle. Unklar ist weiterhin, ob die Abwicklung dergestalt erfolgen muss, dass eine Veräußerung der Immobilien nur zu bestimmten von den Sachverständigenausschüssen vorgesehenen Werten bzw. zu den Abschlagswerten wie in den Phasen 1 bis 3 vorgesehen erfolgen kann. Hier ist auf eine Klarstellung zu hoffen, um eine geordnete Abwicklung des jeweiligen Immobilienfonds zu gewährleisten.

6. Mitspracherechte der Anleger

Während Phase 1 einer Rücknahmeaussetzung ist es den Anlegern nunmehr möglich, bei der Veräußerung von Immobilien gewisse Mitspracherechte auszuüben. So können sie zustimmen, dass Immobilien des Immobilienfonds auch unterhalb der durch den in § 82 Abs. 3 InvG vorgesehenen Werten veräußert werden. Allerdings ist es dazu erforderlich, dass mindestens 30 % der Anleger überhaupt eine Stimme abgeben. Dies stellt die KAG vor Schwierigkeiten, da in Deutschland i.d.R. keine Namensanteile ausgegeben werden und die KAG daher in aller Regel ihre Anleger nicht kennt und sich wiederum depotführender Stellen bedienen muss. Die Anleger müssen dann im Wege einer schriftlichen Abstimmung einem Verkauf der Vermögensgegenstände unter dem vom Sachverständigenausschuss festgestellten Wert zustimmen. Dabei soll die 30 %-Schwelle zum einen sicherstellen, dass die Interessen derjenigen Anleger gewahrt bleiben, die weiterhin an einer Anlage in dem Immobilienfonds interessiert sind. Auf der anderen Seite sollen die Anleger, die eine Rücknahme erklärt haben, nicht übergebührend belastet werden, indem das Quorum zu hoch angesetzt wird.

Diese Art der Mitspracherechte der Anleger ist einzigartig für deutsche Sondervermögen, da diese gerade nicht gesellschaftsrechtlich organisiert sind. Einzige Ausnahme stellte bislang die Investmentaktiengesellschaft ("**InvAG**") dar. Zum einen kann ein Immobilienfonds aber nicht als InvAG aufgelegt werden, zum anderen sind auch die Mitspracherechte der Anleger einer InvAG stark eingeschränkt, da lediglich die Gründungsaktionäre über die Anlagestrategie und ähnliche gesellschaftsrechtlich wesentliche Themen abstimmen dürfen.

7. Kündigung durch die KAG

Auch bisher schon war es einer KAG möglich, die Kündigung der Verwaltung eines Sondervermögens zu erklären. Hierfür gilt eine sechsmonatige Frist. Von

dieser Regelung haben KAGen bisher kaum Gebrauch gemacht. Ein Grund liegt darin, dass das Sondervermögen dadurch in seinem Bestand gefährdet wird, da Anleger die Kündigungsfrist nutzen könnten, um ihre Anteile zurückzugeben.

Der Regierungsentwurf soll hier für Immobilienfonds Abhilfe schaffen. Er sieht vor, dass durch die Kündigung der KAG eine Rücknahmeaussetzung ausgelöst wird. Zugleich sollen aber auch keine neuen Anteile mehr ausgegeben werden können. Während einer Zeit von mindestens sechs Monaten wird daher der Immobilienfonds in seinem Bestand an Anlegern faktisch eingefroren sein. Praktisch wird hier nur eine Sekundärmarktveräußerung möglich sein. Die KAG soll verpflichtet werden, die Immobilien des Immobilienfonds zu angemessenen Preisen zu veräußern. Sofern die Rücknahme ausgesetzt ist, weil eine Kündigung der KAG oder außergewöhnliche Marktumstände vorliegen, soll das Verbot der Veräußerung von Immobilien an Konzerngesellschaften der KAG keine Anwendung finden. Darüber hinaus wird sich die KAG (und später auch die Depotbank) im Rahmen der Abwicklung nicht mehr an die Diversifikationsvorschriften des § 74 InvG halten müssen. Ferner sollen den Anlegern halbjährlich Abschläge aus den Veräußerungserlösen zu zahlen sein, soweit diese nicht zur ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung benötigt werden. So soll der Immobilienfonds abschmelzen und abgewickelt werden.

8. Übergangsfristen

Da der Regierungsentwurf erhebliche Änderungen vorsieht, die sich auf die Rechte der einzelnen Anleger auswirken, sieht er eine Übergangsfrist zur Umstellung der Vertragsbedingungen bis zum 31. Dezember 2011 vor.

Anleger, die bisher schon Anteile an einem Immobilienfonds halten, sollen keine Mindestanlagedauer beachten müssen. Rücknahmeabschläge können aber dennoch gelten.

Fraglich ist, wie die Immobilienfonds, die derzeit die Rücknahme ihrer Anteile ausgesetzt haben, von den neuen Regelungen profitieren können. Während der Aussetzung der Rücknahme von Anteilen eines Immobilienfonds nach den §§ 81 bzw. 37 InvG ist eine Änderung der Vertragsbedingungen eigentlich gerade nicht möglich.

Für das rollierende Bewertungssystem bestehen keine eigenen Übergangsvorschriften.

9. Auswirkungen für institutionelle Anleger

Die neuen Regelungen könnten grundsätzlich auch für Immobilien-Spezialfonds Anwendung finden. Da diese jedoch mit Zustimmung der Anleger von den Regelungen für Publikums-Immobilienfonds abweichen können, besteht kein Zwang den neuen Regelungen für Immobilienfonds auch zu folgen. Da Spezialfonds in der

Regel keine tägliche Rückgabemöglichkeit vorsehen, besteht auch keine Notwendigkeit, die neuen Haltefristen einzuführen.

Ungeklärt ist jedoch in diesem Zusammenhang, wie Versicherungsunternehmen, die gleichzeitig den Regelungen der Anlageverordnung folgen müssen, zukünftig Publikums-Immobilienfonds innerhalb ihrer Immobilienquoten halten können. Nach der derzeitigen Praxis der BaFin können Versicherungsunternehmen nur unter dem Immobilienquote in Immobilienfonds investieren, sofern diese eine Rückgabe alle sechs Monate ermöglichen. Die 24-monatige Mindesthaltefrist würde dem entgegenstehen. Es müsste also gleichzeitig die Anlageverordnung bzw. die Verwaltungspraxis der BaFin angepasst werden.

Die neuen Regelungen können sich jedoch auch indirekt auf Spezialfonds auswirken. Im Hinblick auf die Regelungen der Investmentrechnungslegungs- und Bewertungsverordnung sind Unklarheiten darüber entstanden, inwieweit für Spezialfonds Abweichungen von den Bewertungsvorschriften und den Vorschriften

zum Ankauf und zur Veräußerung von Vermögensgegenständen jeweils zum durch den Sachverständigenausschuss festgestellten Wert zulässig sind. Es bleibt zu hoffen, dass diese Unklarheiten zugunsten einer Liberalisierung für versierte institutionelle Anleger aufgelöst werden.

10. Ausblick

Der Regierungsentwurf wird nun in den Bundestag eingebracht. Bis zu seiner endgültigen Verabschiedung werden Marktteilnehmer die Gelegenheit für weitere Stellungnahmen nutzen. Es erscheint jedoch unwahrscheinlich, dass sich noch wesentliche Neuerungen ergeben werden. Es steht zu erwarten, dass der Regierungsentwurf mit verkürzten Fristen durch Bundestag und Bundesrat geführt wird, um ein zeitnahes Inkrafttreten zu gewährleisten.

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung kann [hier](#) abgerufen werden.

Dieser Newsletter dient der allgemeinen Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall.

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

* Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm