

Immobilienkapitalmarkt 2015

Der Immobilienfondsmarkt 2.0

Die neue Fondsbranche zwei Jahre nach dem Tag Null



Eine Publikation von

KING & SPALDING



KING & SPALDING

1885 in Atlanta gegründet, zählt King & Spalding LLP heute zu den führenden internationalen Wirtschaftskanzleien. Mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 18 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien sowie im Nahen Osten ist die Sozietät in über 160 Ländern auf sechs Kontinenten tätig.

Zu unseren Mandanten, die wir oft seit Jahrzehnten beraten, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (*Fortune 100*). Weltweit liegen die strategischen Schwerpunkte der Kanzlei in den Bereichen *Financial Institutions, Global Disputes, Energy, Healthcare/Life Sciences, Intellectual Property* und *Government Investigations*.

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

- Investmentfonds
- Immobilienkapitalmarkt
- Finanzierung
- Restrukturierung
- Prozessvertretung/Schiedsverfahren/
Streitbeilegung
- Pharma/Life Sciences
- Energie/Infrastruktur

auf sämtlichen dort relevanten Rechtsgebieten, insbesondere im Aufsichtsrecht, Immobilienwirtschaftsrecht, Finanzierungsrecht, Gesellschaftsrecht, Prozessrecht und Steuerrecht.

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

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

Abu Dhabi • Atlanta • Austin • Charlotte • Dubai • Frankfurt • Geneva • Houston • London •
Moscow • New York • Paris • Riyadh • San Francisco • Silicon Valley • Singapore • Tokyo • Washington, D.C.

Editorial

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

nach einer gewissen Durststrecke, die unglaublicher Dynamik, einem bemerkenswerten Grad an Aktivität und einer nicht nur vorübergehenden „Land unter“-Situation geschuldet war, ist es nun endlich soweit: Die Ausgabe 2015 unserer Publikation „Immobilienkapitalmarkt“ liegt vor Ihnen.

Es ist nicht nur der natürliche Wille, eine begonnene und ob ihrer grandiosen Beliebtheit inzwischen etablierte Tradition fortzuführen. Es ist auch und vor allem Ihr überwältigend positives Feedback zu den bisherigen – neben enthusiastischen Nachfragen zu den künftigen – Ausgaben des „Immobilienkapitalmarkts“, das uns gefordert hat, uns auch in einer solch intensiven Phase redaktionell mit dieser, unserer Branche zu befassen.

Natürlich widmen wir uns in diesem Heft insbesondere solchen Themen, die unsere Beratungspraxis in den ersten zwei Jahren nach der Einführung des KAGB reflektieren. Sie haben wiederum in erster Linie den Immobilienkapitalmarkt im Blick, lassen sich aber oft auf den gesamten Fondsmarkt übertragen.

Wir wünschen Ihnen kurzweilige und hilfreiche Lektüre und freuen uns auf Ihr Feedback.

Ihr King & Spalding-Team

Inhalt



6

Immobilienkapitalmarkt 2.0: Im Frühtau zu Berge oder Fifty Shades of Grey?

Die neue Fondswelt lernt das Laufen

Mario Leißner

11

Immobilien-Sondervermögen versus Immobilien-InvKG

Altbewährtes contra reguliertes Neuprodukt oder offen gegen geschlossen

Alexandra Weis

18

Kompetenzgerangel

Wer handelt für die extern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft?

Dr. Andreas Böhme

22

Investing in French Real Estate

Share Deal or Asset Deal?

Aurélia de Viry / Alexandre Couturier

27

Stolpersteine im AIF-KVG-Zulassungsverfahren

Ein Praxisbericht

Nicole Bittlingmayer

30

Umwandlung eines Spezial-AIF in einen Publikums-AIF

Verdirbt ein faules Ei gleich den ganzen Brei?

Cüneyt Andac

34

Der grenzüberschreitende Vertrieb von AIF

Dr. Sven Wörtberg



37

US-Joint Ventures unter Beteiligung offener Immobilienfonds im Einklang mit dem KAGB*Dr. Sebastian Kaufmann*

42

How Reliable Are Electronic Signatures under English Law?*Nigel Heilpern*

44

**Der materielle Managerbegriff
Kein Problem für die Service-KVG***Olaf M. Jacobsen*

49

Autoren im Überblick

50

King & Spalding Büros

51

Unsere Immobilienkapitalmarktpraxis**Impressum**

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

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

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

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

© King & Spalding LLP
www.kslaw.com

Immobilienkapitalmarkt 2.0: *Im Frühtau zu Berge oder Fifty Shades of Grey?*

Die neue Fondswelt lernt das Laufen



Alles begann mit dem Urknall.

Während es den einen wie gestern erscheint, ist es für andere eine Ewigkeit her: Vor zwei Jahren wurde der Kosmos des deutschen Immobilienkapitalmarkts neu formiert. Das gibt Gelegenheit zu einer Standortbestimmung. Doch erinnern wir uns zunächst.

Es war einmal eine Krise. Genauer gesagt: Es waren einmal mehrere Krisen. Die Einschlüge folgten kurz nacheinander – Sub-Prime, Prime, Lehman, Banken, Finanzmarkt, Immobilienmarkt, Gesamtwirtschaft, Menschheit. Natürlich galt es weltweit, die Bösewichte, die das Ganze zu verantworten hatten, zu identifizieren und für immer außer Gefecht zu setzen; eine Wiederholung der Katastrophe musste um jeden Preis ausgeschlossen werden.

Gesagt, getan. Während dort, wo geographisch und strukturell die Finanzmarktkrise verursacht worden war, ganz furchtbar mit Rating-Agenturen geschimpft wurde und die aggressivsten Marktteilnehmer die Höchststrafe in Form dezenter Milliarden-Zahlungen durch den ohnehin gebeutelten Steuerzahler erhielten, ging die Europäische Union wie stets mit visionärem Weitblick, behutsam und gänzlich untechnokratisch an das Werk. Innerhalb des Fondmarktes machte sie die Hedgefonds und Private-Equity-Fonds und mithin „alternative Investmentfonds“ als das Grundübel der Gesellschaft aus und begann, um diese herum mit der AIFM-Richtlinie ein komplexes europäisches Regelwerk, welches die Regulierung auf Anbieterseite zum Ziel hatte, zu erschaffen. Während ihr in der am 20.07.2011 in Kraft getretenen Fassung der AIFM-Richtlinie

letztlich immerhin gelang, die hauptmitschuldigen alternativen Investmentfonds überhaupt zu erfassen, erschuf das geplante einheitliche Regelwerk in der Matrix europäischer und nationaler Regulierungen eine neue Qualität und eine weitere Ebene von Verhaftung auch solcher Anbieter, die bereits zuvor drastisch reguliert waren.

Naturgemäß gelang dem deutschen Gesetzgeber im Zuge der Umsetzung der europäischen Richtlinie in nationales Recht das Kunststück, die initiale Verunsicherung einer ganzen Branche einschließlich derer privaten und institutionellen Anleger, die ohnehin mühsam mit dem Überleben und Verarbeiten der Krise befasst waren, zu systematischem Chaos auszuweiten. So offerierte etwa das zuständige Bundesministerium im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens die grandiose Idee, eines der auch im in-



ternationalen Vergleich überzeugenden deutschen Erfolgsmodelle, namentlich die offenen Immobilien-Sondervermögen, *en passant* abzuschaffen. Am Ende der resultierenden intensiven Diskussion, deren Schauplätze nicht erst im Nachhinein entbehrlich erschienen und für weitere Verunsicherung und Schäden sorgten, trat am 22.07.2013 das deutsche Kapitalanlagegesetzbuch in Kraft. Mit erwartungsgemäßer deutscher Gründlichkeit setzte dieses nicht nur die Vorgabe der AIFM-Richtlinie um, nach dem Rasenmäher-Prinzip auf Ebene der Fondsmanager einheitlich zu regulieren, sondern fügte tiefgreifende materielle Regelungen auf Produktebene hinzu. Wenngleich es noch immer in einer Matrix diverser europäischer und nationaler Regulierungsansätze schwebt, schuf das KAGB freilich in der Tat die Voraussetzungen für einen einheitlich regulierten und

beaufsichtigten Markt an Fondsanbietern und Fondsprodukten. Indem es der Fondsbranche aufgab, sich neu aufzustellen und in gewisser Weise die Uhren auf null zurückzustellen, bot es dem Markt vor allem eines: die Chance eines gesunden Neuaufbruchs.

Die Gesetzgebung und Regulierung sind freilich mit Inkrafttreten des KAGB nicht stehen geblieben. Seither kam die Branche in den Genuss diverser weiterer – teils überfälliger, teils überflüssiger – Novellierungen von Vorschriften und Regelwerken. Von besonderer Bedeutung hierbei sind sicherlich diejenigen des Investmentsteuergesetzes und der Anlageverordnung. Beide sind eindrucksvolle Beispiele dafür, dass der Markt mitnichten in einem einheitlichen, konsistenten und schlüssigen Gesamtsystem angekommen ist: Weder der Legislative (etwa

beim Investmentsteuergesetz) noch der Exekutive (etwa bei der Anlageverordnung und in den BMF-Rundschreiben) noch der Aufsicht (Wertpapieraufsicht vs. Versicherungsaufsicht) gelang es, im Zuge des Neuaufbruchs dem Markt konsistente und schlüssige Rechtssicherheit zu geben. Das Fortbestehen der Matrix schon auf nationaler Ebene, der unverändert fehlende Abgleich von Investment- und Versicherungsaufsichtsrechts einerseits sowie von Aufsichts- und Steuerrecht andererseits, das andauernde Nebeneinander von KAGB und – kollidierenden, widersprüchlichen oder jedenfalls nicht schlüssig aufeinander aufsetzenden – Nebenvorschriften und die fehlende *effektive* Harmonisierung in Europa zwingen gleichsam zu einer kreativen Ausschöpfung des gebotenen Rechtsrahmens. Das muss, vorsichtig ausgedrückt, für gut beratene ►

Marktteilnehmer kein Nachteil sein, sondern kann viele Wettbewerbsvorteile verschaffen und die Auslese beschleunigen. Es ist aber gewiss nicht der ganz große Wurf und insofern eine vertane Chance. Der Fondsbranche blieb – und bleibt wohl auch in der Zukunft – nichts weiter übrig, als die in hoher Frequenz hereinkommenden neuen aufsichts- und steuerrechtlichen Themen, Änderungen und Konfusionen irgendwie geordnet zu verarbeiten, ohne nachhaltigen Schaden zu nehmen.

Soweit die rechtsgeschichtlichen Betrachtungen. Doch wo steht der Immobilienkapitalmarkt 2.0? Ist er kurz vor Erklimmen des im Frühtau avisierten Gipfels oder findet er sich mit einem Universum grauer Farben ab?

Die gute und zugleich schlechte Nachricht ist, dass sämtliche vor einiger Zeit an dieser Stelle in dieser Publikation erfolgten Prognosen zur Gänze eingetreten sind: Der neue Immobilienkapitalmarkt war – und ist noch immer – insbesondere eine unglaubliche Chance, für manche gar eine Verheißung; das schließt aber erhebliche ernste Konsequenzen im Einzelfall bis hin zur Notwendigkeit des Verlassens des Marktes ein.

Der Status des Marktes lässt sich aus verschiedenen Blickwinkeln beschreiben. Der jedenfalls für ein nachhaltiges Geschäft wichtigste Blickwinkel ist derjenige der – privaten und institutionellen – Anleger. Aus deren Sicht sind fast sämtliche erwünschten Entwicklungen erfolgt und Ergebnisse erreicht. Zuallererst ist der nationale wie auch internationale Fondsmarkt eindeutig sicherer geworden. Die Tatsache, dass sämtliche Anbieter einschließlich derjenigen, die früher hemmungslos die Farbe Grau in deren negativer Bedeutung für den Markt durchdeklinierten, nunmehr einer einheitlichen Regulierung und Aufsicht unterworfen sind, sowie das Hinzutreten zweier weiterer Beteiligter, namentlich der Bundesanstalt und der Verwahrstelle, zu praktisch jedem relevanten Kapitalanlage-Szenario, bringen zweifellos keine ultimative, aber

ein deutlich höheres Maß an Sicherheit. Der graue Kapitalmarkt ist, zumindest verglichen mit damaligen Verhältnissen, nahezu verschwunden. Das bedeutet freilich leider nicht, dass nicht noch immer einzelne Anbieter mit mehr oder weniger irrwitzigen Strukturen der Regulierung gänzlich entgehen oder diese nur zum Schein umzusetzen suchen. Sie tun dies – wiederum leider – oft mit Hilfe von Beratern, die in einer neuen Welle von Verzweiflung nicht maßgeschneidert entlang legitimer Bedürfnisse beraten, sondern illegitime Produkte verkaufen, obgleich sich ihre in der Vergangenheit verkauften Rechtsstrukturen noch immer vor Zivil-, Finanz- oder gar Strafgerichten befinden. Grundsätzlich aber dürfen Investoren darauf vertrauen, dass ihre Interessen durch ein bemerkenswertes Netz von Vorsorge, Controlling, Risikomanagement und Überwachung aufgefangen werden. Ein nicht zuletzt mit Blick auf die Sicher-

dürfte in diesem Zusammenhang aber sein, dass den Sondervermögen durch den deutschen Gesetzgeber mit der Investment-Kommanditgesellschaft ein erstklassiges weiteres deutsches Investitionsvehikel an die Seite gestellt wurde. Für deutsche private und institutionelle Investoren gibt es demnach inzwischen mehrere heimische Optionen, auf sichere und zugleich extrem flexible Weise und unter Vermeidung kostspieliger ausländischer Strukturen, die Nutzen regelmäßig nur für die ausländischen Dienstleister bringen, Kapital anzulegen. Voraussetzung für das Zusammenreffen von Sicherheit und Flexibilität ist allerdings auch diesmal die kreative Strukturierung des Vehikels, welche üblicherweise gerade nicht darin besteht, unreflektiert und ungeändert marktübliche Muster und vermeintliche Standards zu übernehmen oder vorausseilend gehorsam den mutmaßlichen Willen regulierender Dritter auszuführen.

„Doch wo steht der Immobilienkapitalmarkt 2.0? Ist er kurz vor Erklimmen des im Frühtau avisierten Gipfels oder findet er sich mit einem Universum grauer Farben ab?“

heit der Investments ähnlich wichtiger Punkt für Anleger ist die Möglichkeit, weiterhin in erfolgreiche, zuverlässige und bewährte deutsche Strukturen zu investieren. Den Privatanlegern blieben glücklicherweise die offenen Publikums-Sondervermögen, mit deren Hilfe sie über viele Jahre oder gar Jahrzehnte hinweg mit kleinen Beträgen am Immobilienmarkt teilhaben und auf diese Weise sicher und erfolgreich ihr Geld anlegen konnten. Den institutionellen Investoren wiederum blieben die Spezialfonds erhalten, welche ihr selbst im unerbittlichen – und oftmals weniger mit Blick auf rechtliche Sinnhaftigkeit als vielmehr zur Auslastung teurer dortiger Berater-Infrastruktur geführten – Wettbewerb mit luxemburgischen Strukturen mit Abstand beliebtestes Investitionsvehikel sind. Die noch bessere Nachricht für beide Anlegergruppen

Die Statusanalyse aus dem Blickwinkel der Anbieter fällt erwartungsgemäß zwiespalten aus. Der Markt unterteilt sich deutlich markanter als früher in „erfolgreich“ einerseits und „erfolglos und nicht mehr (lange) existent“ andererseits. Sowohl für die offenen Fonds als auch die Emissionshäuser gab es bei und nach Eintritt in die neue Fondswelt zwei Möglichkeiten, erfolgreich zu sein: Die offenkundigere Alternative ist die erkennbare Fokussierung auf die eigene Kernkompetenz, *if any*. Diese besteht entweder in erstklassigem Asset-Management mit einem Fokus auf *idealiter* eine Assetklasse, Nutzungsart und/oder Zieljurisdiktion. Insbesondere diese Variante geht ganz regelmäßig mit einem bemerkenswerten *Track Record* in dem jeweiligen Fokusbereich einher. Daneben denkbar ist eine Fokussierung auf die Bereitstellung von Plattformen

bzw. Vehikeln unter Einschluss oder Ausschluss des Portfoliomanagements und verwandter Dienstleistungen. Die zweite Alternative dafür, im Frühtau zu Berge ziehen zu können, ist die kreative und scheuklappenfreie Entwicklung von Produkten und Strukturen, die geeignet sind, Alleinstellungsmerkmale zu haben und Anleger auf deren Jagd nach Rendite, Diversifikation und Anlageideen bei Laune zu halten. Für diese Alternative ist das Vorhandensein eines *Track Records* nicht zwingend; es kommt dann vielmehr darauf an, althergebrachte Denkweisen und Pfade zu verlassen und Visionen zu entwickeln. Andere Wege zum Erfolg gab und gibt es nur in wenigen Einzelfällen und unter bestimmten Bedingungen. Hierzu mögen schiere Größe, ein entwaffnender Markenname und langjährig erworbenes Vertrauen zählen. Absehbar keine Chance haben in der neuen Fondswelt hingegen Beliebigkeit, fehlender Fokus und die Vermarktung als Großwarenhaus, das für jede Assetklasse in jeder Jurisdiktion über führende eigene Expertise verfügt.

Differenziert man die Anbieter nach offenen Fonds einerseits und geschlossenen Fonds andererseits, zeichnet sich folgendes Bild: Bei den ehemaligen Emissionshäusern fand die erwartete Auslese statt. Bezogen auf das Neugeschäft wurde der Markt um den allergrößten Teil seiner grauen Teilnehmer, um Anbieter ohne oder mit nicht überzeugendem *Track Record* und um fokussierte Anbieter, denen ihre Asset-Klasse abhandenkam, bereinigt. Hingegen sind die Emissionshäuser mit überzeugender Asset-Management-Expertise und – folgerichtig – tadellosem *Track Record*, kleine Nischenanbieter mit annähernd ebenjenen Merkmalen sowie wenige substanzstarke Allround-Anbieter, die sich neu aufstellen und mit geschärftem Blick dem Markt nähern, stärker als je zuvor. Nicht viele Emissionshäuser hatten das Potenzial, die gesamte neue Welt für sich zu entdecken, sei es mit eigener KVG-Erlaubnis oder der Öffnung des Geschäfts in den Bereich der institutionellen respektive offenen Fonds. Letzteres aber ist überaus konsequent: Auf der Basis anerkannter Expertise und he-

rausragender Reputation ist das Avisieren neuer Anlegergruppen „nur noch“ eine Frage eines nicht hoffnungslos falschen Vertriebs; das Erschließen neuer Vehikel erscheint auf dieser Grundlage ohnehin obligatorisch, um gleichsam nach dem Baukastenprinzip für jeden Anlegerbedarf den richtigen Strukturbaustein wählen zu können.

Auch im Bereich der von jeher regulierten offenen Fondsanbieter fand mit Beginn der neuen Ära eine Auslese statt; sie ist in diesem Bereich allerdings nicht so offenkundig. Die großen Spezialfondsanbieter sind überwiegend in der neuen Welt angekommen. Einige von ihnen vergeben allerdings ein unglaubliches Potenzial an Geschäft und Möglichkeiten, weil sie die „Umzulassung“ auf die neue KVG-Welt für eine Formalie und die neuen Inhalte des KAGB für irrelevant halten, soweit diese von den Regelungen des Investmentgesetzes abweichen. Beide Annahmen sind Trugschlüsse: Bereits im Zuge des neuen Erlaubnisverfahrens ließen sich geschäftspolitische Weichen stellen, die mit Blick auf die anbietbaren Produkte und avisierbaren Anlegerschichten für den künftigen Marktanteil von nicht unerheblicher Bedeutung sind. Zudem bietet, was nicht oft genug wiederholt werden kann, das neue Recht großes Potenzial, die jeweiligen Fokus-Anleger enger als früher an sich zu binden und noch flexibler auf dem Markt zu operieren. Diese Möglichkeiten stehen allerdings weder in Muster-Vertragsbedingungen noch in den dutzendfach kopierten Prozesshandbüchern der vermeintlichen Spezialisten für große Projekte. Die Möglichkeiten institutioneller Fondsanbieter sind mithin bei weitem nicht ausgeschöpft; das Erklimmen des Berges führte zuweilen in eine Sackgasse auf halber Strecke. Bei kleinsten Anbietern von Spezialfonds, von denen eine bemerkenswerte Anzahl vor Einführung des neuen Rechts allein im Vertrauen darauf, dass die persönliche Bekanntschaft mit relevanten Vertretern institutioneller Anleger als Geschäftsmodell ausreichen werde, gegründet wurde, fand die wahre Auslese bereits vor der Einführung des neuen

Rechts statt. Solche Anbieter hatten noch nie eine nachhaltige Chance. Der Markt der Publikumsfonds schließlich hat sich gewiss auf die visibelste Weise verändert. Begleitet von nicht in jedem Fall überdurchschnittlich reflektierender Berichterstattung in den Medien, die anfangs nicht in der Lage war, zwischen Publikums- und Spezial-Sondervermögen zu unterscheiden und von einer Krise der „offenen Fonds“ sprach, später reine Publikumsfonds mit institutionellen Publikumsfonds mit nicht-öffentlichem Vertrieb vermischte und schließlich die diversen Ursachen der jeweiligen Fonds-Krisen unzulässig pauschalierte, verabschiedete sich eine Vielzahl der Publikumsfonds in die Liquidation. Von Ausnahmen abgesehen blieben lediglich die mit schlagendem konzerneigenem Vertrieb ausgestatteten Fondsmanager am Markt. Andere Anbieter und unter ihnen solche, die trotz bemerkenswerter Performance ihrer Investitionen und Asset-Management-Expertise einzelne Publikumsfonds liquidieren mussten, sehen sich mit dem Unwillen der unabhängigen Vertriebe konfrontiert, offene Fonds abseits der Großanbieter zu vertreiben. Für diese „Vertriebsblockade“ gibt es insbesondere zwei Gründe. Einerseits wurden offene Immobilien-Publikumsfonds unreflektiert und zu Unrecht pauschal kaputtgeredet; die nicht in jedem Falle selbst verschuldeten Image-Schäden sitzen tief – auch bei den Vertrieben. Andererseits werden die Vertriebe selbst mit einer sich häufenden Zahl zunehmend unerträglicher werdender Klagen sogenannter Anlegerschutzanwälte und – in nicht wenigen Fällen – grotesker Urteile, die jedes Maß verloren haben und zu allerletzt den Anlegerschutz befördern, konfrontiert.

Den Status des Immobilienfondsmarkts aus Anbietersicht zu analysieren, heißt inzwischen unverkennbar auch, „neue“ Anbieter anzusprechen. Zu diesen gehören naturgemäß jene Marktteilnehmer, die den Fondsmarkt in der Tat komplett neu betreten. Die in der Rechtsberatungspraxis erlebten Geschäftsmodelle erscheinen zumeist nicht nur visionär, sondern auch erfolgversprechend, ►

erfüllen sie doch wiederum zwei Voraussetzungen – sie sind kreativ und bauen auf einen beeindruckenden *Track Record*, der auch außerhalb der Fondsbranche erworben worden sein kann. Daneben erscheinen Marktneuzugänge durch wirkliche Branchenfremde eher als Ausnahme. Insbesondere jedoch zählen zu den „neuen“ Anbietern auf dem Fondsmarkt Asset-Manager, die ihre frühere ausschließlich Asset-bezogene Dienstleistungsnische verlassen haben, um an einem weiteren Glied der Wertschöpfungskette zu partizipieren. Sie *sourcen*, kaufen, verwalten und verkaufen nicht mehr nur die Immobilien, sondern finden und pflegen ihre Anleger selbst. Entsprechend benötigen sie lediglich noch eine Struktur und ein Vehikel, die dazu dienen, ihre Asset-Expertise für den Anleger verwertbar zu machen. Hierfür gibt es klassischerweise zwei Möglichkeiten: Ein denkbarer Weg ist die Zusammenarbeit mit einer Service-KVG, die den regulierten Fondsmantel zur Verfügung stellt und sich hierfür vergüten lässt. Dieser Weg ist in vielen Fällen richtig, folgt er doch der schon vor langer Zeit an dieser Stelle vorhergesagten Tendenz, dass die Asset- und Struktur-Expertise auseinanderfallen und jeder im Idealfall (nur) das macht, was er wirklich kann. Die Anleger wissen in diesem Fall, dass sich ein Immobilienexperte um ihre Immobilien kümmert, während sich die Experten für die regulierte Struktur um dieselbe kümmern. Natürlich kommt auch diese Struktur nicht ohne Nachteile daher. Der augenscheinlichste Nachteil ist der Umstand, dass Eigentümer der Vermögensgegenstände des Fonds und – nach dem Willen des Aufsichtsrechts – ultimativer „Herr im Hause“ ausgerechnet derjenige ist, der weder etwas mit der Immobilie noch mit den Anlegern zu tun hat, nämlich die (Service-) KVG. Im Außenverhältnis, etwa beim Erwerb einer Immobilie, führt diese Konstellation dazu, dass auf der eigenen Seite in Wirklichkeit drei Parteien sitzen, deren Interessen zwar in dieselbe Richtung zeigen, jedoch alles andere als identisch sind – KVG, Asset-Manager und Anleger. Diverser praktischer Schwierigkeiten ungeachtet, birgt diese Konstel-

lation eine nur für das geschulte Auge erkennbare Vielzahl teilweise hochgradig gefährlicher rechtlicher Probleme – in aufsichtsrechtlicher Hinsicht an der Schnittstelle zwischen Auslagerung und reiner Beratung, in zivilrechtlicher Hinsicht mit Blick auf die Haftung. Der zweite denkbare Weg für den Asset-Manager ist die Erlangung einer eigenen KVG-Erlaubnis. Diese Alternative involviert offenkundig ein nicht geringes Maß an Aufwand und Kosten. Ebenso offenkundig ist allerdings, dass sich aus Anbietersicht fast sämtliche etwaigen Konflikte vermeiden lassen, das Eigentum und die Federführung zusammenfallen und mithin die „Herrschaft“ in richtiger Hand ist und schließlich Abhängigkeiten und Ertragsbeteiligungen entfallen. Nachdem auch die Nutzung des Weges über Service-KVGen sorgfältiger Strukturierung und Beratung bedarf, um die latent erheblichen Risiken zu reduzieren und Schäden zu vermeiden, trafen und treffen gut beratene Asset-Manager die Entscheidung für den einen oder anderen Weg unter Beantwortung der Kontrollfrage, wie nachhaltig ihr Fondsgeschäft sein soll.

Ein Blick auf den gegenwärtigen Stand des Immobilienfondsmarkts sollte schließlich die grenzüberschreitenden Konstellationen nicht vergessen. Der deutsche Immobilienkapitalmarkt im weiteren Sinne traf in der zurückliegenden Zeit auf erheblich zunehmendes Interesse aus anderen Jurisdiktionen, hierunter den USA, mit im Wesentlichen zwei Zielen: Einerseits sollen Anteile an ausländischen Fonds in Deutschland *vertrieben* werden. Andererseits sollen Strukturen geschaffen werden, die es deutschen – hierunter ganz regelmäßig versicherungsaufsichtsrechtlich regulierten – institutionellen Anlegern gestatten, in derartige Fonds zu investieren. Die gute Nachricht ist, dass es auch für diese beiden Anliegen solide nationale Lösungen gibt, ohne dass ein deutscher institutioneller Anleger oder (spiegelbildlich) ausländischer Anbieter bemerkenswerte Honorare an produktverkaufende Rechtsberater für die halbseidene Umgehung des KAGB zahlen müssen.

Aus der Analyse des Status Quo leiten sich Wünsche und Notwendigkeiten für die Zukunft ab. Eines der wichtigsten Anliegen mag sein, dass die gesamte deutsche Immobilienfondsbranche einschließlich der Anbieter, institutioneller Investoren, Vertriebe, Verwahrstellen, der Bundesanstalt und des Bundesministeriums der Finanzen jedenfalls zu denjenigen Themen mit einer Stimme sprechen sollten, zu denen sie es schadlos können. Eine der größten sich aus der Einführung des KAGB ergebenden Chancen, nämlich das Zusammenwachsen der Gesamtbranche auf eine Weise, die sie noch sicherer, effizienter und erfolgreicher macht und ihr im Wettbewerb mit anderen europäischen Jurisdiktionen zu einer führenden Rolle verhilft, wurde jedenfalls bislang nicht ausreichend genutzt. Deutsche Vehikel würden noch effizienter, Vertriebe verließen den Dead-Lock, Luxemburg hätte – in den meisten Fällen: zu Recht – keine Chance mehr, sog. Anlegerschutzanwälte würden nicht mehr erfolgreiche Fonds ruinieren und unqualifizierte Anfragen bei der BaFin würden keinen Schaden für die Gesamtbranche mehr erzeugen, wenn der Markt gemeinsam mit den Verbänden weiter intensiv daran arbeitete, das gemeinsame Interesse des Erfolges auf diesem Markt in den Vordergrund zu stellen. Ein weiteres Ziel sollte sein, nur noch ultimative Qualität und Verlässlichkeit zuzulassen. Das gilt gewiss nicht nur für die Anbieter. Beliebigkeit, Durchschnitt und Commodity-Ansätze sollten generell keine Chance auf unserem Immobilienkapitalmarkt 2.0 mehr haben.

Ziehen wir gemeinsam weiter zu Berge. Überlassen wir die *Fifty Shades of Grey* doch einfach anderen. ◀



Mario Leißner
Frankfurt am Main

mleissner@kslaw.com

Immobilien-Sondervermögen versus Immobilien-InvKG

Altbewährtes contra reguliertes Neuprodukt oder offen gegen geschlossen

Die Statistiken des letzten Jahres und der letzten Monate sprechen eine deutliche Sprache:

Immobilien-Spezialfondsprodukte sind gefragt wie nie zuvor, Immobilien-Publikumsfondsprodukte befinden sich auf erfolgreichem Wege, das Vertrauen der Investoren wieder zu gewinnen. Insbesondere die Mittelzuflüsse bei den offenen Immobilien-Spezialfonds stiegen im vergangenen Jahr und in den ersten Monaten dieses Jahres noch stärker als in den Vorjahren, bei den offenen Immobilien-Publikumsfonds hielten sich diese relativ konstant. Sehr viel moderater waren die Mittelzuflüsse bei den geschlossenen Immobilien-Spezialfonds und bei den geschlossenen Immobilien-Publikumsfonds. Da viele der Produkthanbieter im geschlossenen Bereich zunächst den Weg in die regulierte Welt finden mussten und sich dieser häufig steiniger als erhofft darstellte und daher meist länger als geplant dauerte, kann insbesondere das vergangene Jahr sicher noch nicht als wegweisend für die Zukunft der geschlossenen Fondswelt angesehen werden.

Welche Schlüsse können daraus gezogen werden? Der Trend zum Immobilien-Sondervermögen scheint trotz der Krisenzeiten der vergangenen Jahre weiterhin zu bestehen, begünstigt durch die aktuelle Niedrigzinslandschaft, für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) besteht noch jede Menge Wachstumspotential.

stätigt – kaum am Markt geben wird, denn eine solche qualifiziert selbst als KVG, was bedeutet, dass jede intern verwaltete InvKG eine KVG-Erlaubnis oder -Registrierung benötigen würde; schon aus Kostengründen ist dies nicht sinnvoll.

Im offenen Bereich sieht das KAGB für

„Der Trend zum Immobilien-Sondervermögen scheint trotz der Krisenzeiten der vergangenen Jahre weiterhin zu bestehen, begünstigt durch die aktuelle Niedrigzinslandschaft, für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) besteht noch jede Menge Wachstumspotential.“

Im Folgenden sollen Vor- und Nachteile eines inländischen offenen Immobilien-Sondervermögens und einer inländischen geschlossenen InvKG beleuchtet werden. Bei der geschlossenen InvKG wird von einer extern verwalteten InvKG ausgegangen, da es intern verwaltete InvKGen – was die bisherige Entwicklung in diesem Bereich be-

Immobilien-Investments ausschließlich das Sondervermögen vor, im geschlossenen Bereich die InvKG und die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital, die jedoch sehr viel weniger flexibel als die InvKG und häufig steuerlich für Anleger ungünstig ist; daher dürfte Letztere kaum praxistauglich und für Immobilien-Investitionen wenig relevant sein und wird daher hier nicht behandelt.

Ausgabe und Rücknahme von Anteilen

Bei geschlossenen Fonds kann grundsätzlich nur in einem bestimmten Platzierungszeitraum investiert werden, danach wird der Fonds geschlossen.

Die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen an Immobilien-Publikums-sondervermögen kann börsentäglich erfolgen, darf aber auf bestimmte Termine, jedoch mindestens alle zwölf Monate, beschränkt werden. Rücknahmen können erst nach einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten und unter Einhaltung einer Rückgabefrist von 12 Monaten erfolgen. Die nach dem InvG (nach AnsFuG) bestehende Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen von bis zu 30.000 Euro halbjährlich ohne Einhaltung einer Mindesthalte- und Rückgabefrist entfällt nach dem KAGB und ist nur noch auf Altfälle anwendbar. ▶



Dies gilt grundsätzlich gleichermaßen für Immobilien-Spezialsondervermögen, jedoch kann mit Zustimmung der Anleger hiervon abgewichen werden. Insbesondere die Abbedingung der Mindesthalte- und Rückgabefrist ist marktüblich. Bei den klassischen Anbietern von Immobilien-Publikums-sondervermögen sind nach wie vor börsentägliche Rücknahmen der Standard. Auch bei Immobilien-Spezialsondervermögen ist dies unter anderem im Hinblick auf die versicherungsaufsichtsrechtliche Regulierung, der die mit Abstand größte Gruppe der Spezialfondsanleger unterliegt beziehungsweise sich dieser unterwirft, in der Regel so vorgesehen.

Bei einer geschlossenen InvKG darf basierend auf der entsprechenden Verordnung der Kommission kein Recht auf Rücknahme der Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase bestehen; dies gilt gleichermaßen für die Publikums- und die Spezial-InvKG. Dabei ist gesetzlich sowohl das ordentliche Kündigungsrecht als auch das Recht zur Beantragung der Auflösung der InvKG ausgeschlossen, da ansonsten die Definition „geschlossen“ nicht erfüllt wäre. Ein außerordentliches Kündigungsrecht besteht grundsätzlich; der Anleger scheidet als Gesellschafter in einem solchen Fall aus. Eine Kapitalherabsetzung bei der InvKG in Zusammenhang mit Ausschüttungen gemäß der Fondsdokumentation (gegebenenfalls auch auf Grundlage eines entsprechenden Beschlusses der Anteilseigner) ist unschädlich. Ebenso bleibt der Handel von Anteilen einer InvKG auf dem Zweitmarkt bei der Definition „geschlossen“ unberücksichtigt. Es muss daher bei der Strukturierung einer (geschlossenen) InvKG sehr sorgfältig darauf geachtet werden, die Fondsdokumentation entsprechend den vorgenannten Grundsätzen zu erstellen und während der Laufzeit der InvKG die Rücknahmegrundsätze nicht so zu ändern, dass die Definition „geschlossen“ nicht mehr erfüllt wäre, da eine offene InvKG bei Immobilien-Investments gesetzlich nicht zulässig ist. Zwischen dem 22. Juli 2013 und dem

19. Juli 2014 aufgelegte geschlossene InvKGen, für deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase nach einer Wartezeit von mindestens fünf Jahren, während der Rücknahmerechte nicht ausgeübt werden können, eine Rücknahmemöglichkeit vorgesehen ist, unterliegen Sonderregelungen.

Für Anleger, die sich die Möglichkeit der Rückgabe ihrer Anteile vorbehalten wollen, was insbesondere bei Privatanlegern der Fall sein dürfte, bleibt damit als einzige Alternative bei regulierten Immobilien-Investments das Immobilien-Sondervermögen. Auch für den klassischen institutionellen Anleger bietet das Sondervermögen allein im Hinblick auf die Rückgabemöglichkeiten deutlich mehr Flexibilität als die InvKG. Selbst unter Berücksichtigung möglicher Aussetzungen mangels Liquidität und – wie die jüngere Vergangenheit zeigt – Abwicklungen von Immobilien-Sondervermögen ist der Anleger gegenüber der geschlossenen InvKG im Vorteil, da eine Aussetzung wegen unzureichender Liquidität maximal 36 Monate andauern kann. Für eine sich hieran anschließende Abwicklung werden erfahrungsgemäß drei bis fünf Jahre vorgesehen. Zwar werden in diesem Zeitraum keine Anteilscheine zurückgenommen, aber es finden regelmäßige Ausschüttungen aus der vorhandenen Liquidität statt, vergleichbar einer Anteilscheinrücknahme auf Raten. Sogar in diesem Worst-Case-Szenario liegt das Sondervermögen vor der InvKG, da regelmäßige und in der Regel häufigere als die bei einer InvKG üblichen jährlichen Ausschüttungen stattfinden und diese wegen der Veräußerung von Immobilien auch Substanzausschüttungen (entsprechend einer Anteilscheinrücknahme) enthalten können. Mit Blick auf die gesamten Rahmenbedingungen zur Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen bleibt weiterhin das Immobilien-Sondervermögen das im Vergleich zur InvKG einzig flexible Produkt, da die Rücknahme von Anteilen während der Laufzeit unter Einhaltung der Mindesthalte- und Rückgabefrist, soweit anwendbar, mindestens jährlich möglich ist, häufig im-

mer noch börsentäglich, während eine Rückgabe von Anteilen bei der InvKG während deren Laufzeit ausgeschlossen ist. Zwar können diese (wie auch die Anteile an sich in Abwicklung befindlichen Immobilien-Sondervermögen) gegebenenfalls am Zweitmarkt bei Bestehen einer entsprechenden Nachfrage veräußert werden, dies erfolgt aber häufig mit einem relevanten Abschlag.

Laufzeit

Die Laufzeit eines Immobilien-Sondervermögens ist in der Regel unbegrenzt.

Eine geschlossene InvKG darf laut BaFin keine unbegrenzte Laufzeit haben. Eine solche würde eine dauerhafte und unbegrenzte Bindung des Anlegers an die InvKG zur Folge haben, was mit dem Grundgedanken des Anlegerschutzes nicht vereinbar sei, denn der Anleger könne seine Anteile nur noch über den in der Regel nicht liquiden Sekundärmarkt veräußern oder außerordentlich kündigen. Jedoch sei eine Laufzeitverlängerung unter bestimmten Voraussetzungen (um bis zu 50 % der Grundlaufzeit und bis zu einer Maximallaufzeit der InvKG von 30 Jahren) möglich, wenn unter anderem die Verlängerungsoption und die Begründung hierfür in den Anlagebedingungen genannt sind und das Zustimmungserfordernis der Gesellschafterversammlung mit mindestens der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen in den Anlagebedingungen vorgesehen ist. Die vorgenannten Grundsätze sollen für die geschlossene Publikums-InvKG gelten. Ob auch eine geschlossene Spezial-InvKG nach Auffassung der BaFin keine unbegrenzte Laufzeit haben darf, bleibt unklar.

In Zusammenschau mit den oben beschriebenen Rückgabemöglichkeiten liegen auch hier klar die Vorteile beim Immobilien-Sondervermögen mit zwar unbegrenzter Laufzeit, aber der regelmäßigen Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen, während bei einer Immobilien-InvKG, basierend auf den Erfahrungswerten der Vergangenheit bei geschlossenen Fonds mit Laufzeiten von

10 bis 15 Jahren zu rechnen ist, der Anleger – mit Ausnahme der Veräußerung am wenig liquiden Sekundärmarkt, auf dem die Beteiligung häufig nur mit einem Wertverlust veräußert werden kann, und des außerordentlichen Kündigungsrechts – an das Produkt gebunden ist.

Ausgestaltung des Produkts

Während bei Immobilien-Sondervermögen (mit Ausnahme der Anlaufzeit von vier Jahren) stets der Grundsatz der Risikomischung einzuhalten ist, d. h. unter anderem in mindestens drei (bzw. nach InvStG in mehr als drei) Vermögensgegenstände investiert sein muss, besteht bei der InvKG die Möglichkeit, ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung in lediglich eine Immobilie zu investieren (Ein-Objekt-Fonds), wenn die Anteile nur von solchen Privatanlegern erworben werden, die sich verpflichten, mindestens 20.000 Euro zu investieren und die Kriterien, die an einen semiprofessionellen Anleger gestellt werden, erfüllen. Insbesondere bei den Immobilien-Publikumssondervermögen gelten des Weiteren strikere Regelungen als bei der Publikums-InvKG im Hinblick auf die erwerbenden Vermögensgegenstände in Art und Umfang, was häufig bei ausländischen Rechtsformen und deren Vergleichbarkeit mit den deutschen Rechtsinstitutionen zu Problemen führt. Während für Immobilien-Publikumssondervermögen weiterhin mit wenigen Ausnahmen kein Miteigentum erworben werden darf, ist dies für die Publikums-InvKG möglich. Gleiches gilt beispielsweise für den Erwerb von Trusts, die aus steuerlichen Gründen häufig für den indirekten Erwerb von Immobilien in UK verwendet werden. Des Weiteren sind bei Immobilien-Publikumssondervermögen diverse Grenzen insbesondere im Hinblick auf grundstücksgleiche Rechte und Nicht-100 %-Beteiligungen von Immobilien-Gesellschaften zu beachten, die für die Publikums-InvKG nicht gelten, bei der lediglich der allgemeine Grundsatz der Risikomischung Anwendung findet. Bei Immobilien-Spezialsondervermögen können zwar die

Grenzen abbedungen werden, jedoch muss in Immobilien, grundstücksgleiche Rechte und Immobilien-Gesellschaften investiert werden, die in der Regel nach den Anlagebedingungen dieser Sondervermögen insbesondere aus versicherungsaufsichtsrechtlichen Gründen den gesetzlich in § 231 Abs. 1 KAGB genannten entsprechen. Bei der Immobilien-Spezial-InvKG darf dagegen in jegliche Vermögensgegenstände investiert werden, deren Verkehrswert ermittelt werden kann, d. h. in jegliche Art von Immobilien, grundstücksgleichen Rechten und Gesellschaften, die Immobilien halten. Um für die Immobilienquote eines der Anlageverordnung unterliegenden Unternehmens (insbesondere Versicherungsunternehmen) zu qualifizieren, darf ein solches nach der Anlageverordnung allerdings lediglich in solche Immobilien-Publikums- und Spezial-InvKG investieren, die nur derartige Immobilien, grundstücksgleiche Rechte und Immobilien-Gesellschaften halten, wie die für Immobilien-Sondervermögen vorgesehenen. Zumindest solange und soweit die Anlageverordnung gilt, stehen in diesem Punkt für die entsprechenden Anlegergruppen das Immobilien-Spezialsondervermögen und die Immobilien-Spezial-InvKG gleichwertig nebeneinander, während im Publikumsfondsbereich die Immobilien-InvKG im Hinblick auf die erweiterten Anlagemöglichkeiten flexibler ist.

Für die Bewertung von Immobilien vor Erwerb gelten für das Publikums-Sondervermögen und die Publikums-InvKG grundsätzlich identische Regelungen. Die Regelbewertungen bei der Publikums-InvKG müssen in ihrer Häufigkeit nicht den strikten Vorgaben für Immobilien-Sondervermögen folgen, sind jedoch mindestens jährlich zu erstellen, was ebenfalls für die Spezialfonds gilt. Ansonsten bestehen für die Spezial-InvKG grundsätzlich flexiblere Regelungen. Bei den Immobilien-Spezialsondervermögen wird meist von den Vorschriften für Immobilien-Sondervermögen abgewichen, eine mit Zustimmung der Anleger grundsätzlich

mögliche interne Bewertung durch die KVG wird in der Praxis aber regelmäßig nicht vorgenommen.

Im Hinblick auf die Fremdfinanzierung gelten für Sondervermögen strikere Regelungen als für die InvKG. Die Höhe der Finanzierung ist bei Publikums-Sondervermögen betreffend kurzfristige Finanzierungen auf 10 %, betreffend langfristige Finanzierungen auf 30 % beschränkt, bei Spezial-Sondervermögen betreffend kurzfristige Finanzierungen auf 30 % betreffend langfristige Finanzierungen auf 50 % beschränkt. Dagegen liegt bei der Publikums-InvKG die Finanzierungsgrenze bei 60 %, während es bei der Spezial-InvKG im Grunde keine starre Finanzierungsgrenze gibt. Zu beachten ist, dass bei allen Rechtsformen die BaFin zur Begrenzung des Leverage – trotz teilweise fester Finanzierungsgrenzen – befugt ist, jedoch nur bei systemischen Risiken, nicht zum Anlegerschutz. Der Entwurf des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes sieht bei der für eine Publikums-InvKG geltenden Finanzierungsgrenze von 60 % Änderungen betreffend deren Bemessungsgrundlage vor. Statt der bisherigen Verkehrswerte der in der Publikums-InvKG befindlichen Vermögensgegenstände soll neue Bemessungsgrundlage das eingebrachte und zugesagte Kapital sein, was zu begrüßen ist, da somit auf eine feststehende Größe abgestellt wird, die grundsätzlich keinen Wertveränderungen ausgesetzt ist und damit das Risiko von Grenzverletzungen minimiert und den Überwachungs- und Verwaltungsaufwand der KVG reduziert. Allerdings sollen vom Kapital diverse Kostenpositionen abgezogen werden, die unklar sind und daher gestrichen oder zumindest klargestellt werden sollten.

Gesellschafterdarlehen darf die KVG für Rechnung von Immobilien-Publikums- und Spezialsondervermögen an Immobilien-Gesellschaften innerhalb bestimmter Grenzen geben. Bezogen auf die Gesellschafterdarlehen an eine Immobilien-Gesellschaft dürfen maximal 50 % des Wertes der von der Immobilien-Gesellschaft gehaltenen ▶

Immobilien und bezogen auf die Gesellschafterdarlehen an alle für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens gehaltenen Immobilien-Gesellschaften dürfen maximal 25 % des Brutto-Wertes des Immobilien-Sondervermögens als Gesellschafterdarlehen gegeben werden; bei 100 %-Beteiligungen sind diese Grenzen nach richtiger Auffassung nicht anwendbar. Geschlossene Publikums-AIF dürfen laut BaFin grundsätzlich keine Gesellschafterdarlehen vergeben, da es im geschlossenen Bereich an einer der für Immobilien-Sondervermögen geltenden vergleichbaren Vorschrift (§ 240 KAGB) fehle. Hierbei wird übersehen, dass das Gesetz zunächst ein grundsätzliches Verbot der Gewährung von Darlehen der KVG für Rechnung von (Immobilien-)Sondervermögen statuiert; um Gesellschafterdarlehen zu ermöglichen, ist daher eine entsprechende gesetzlich normierte Ausnahmeregelung erforderlich, die sich in § 240 KAGB findet. Da für die geschlossene Publikums-InvKG keine Verbotsnorm im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen existiert, ist demnach auch keine entsprechende Erlaubnisnorm erforderlich. Daher sollte auch eine geschlossene Publikums-InvKG Gesellschafterdarlehen gewähren dürfen, denn diese dienen bei Immobilien-Gesellschaften insbesondere der Liquiditätssteuerung, führen häufig zu steuerlichen Vorteilen und wirken sich damit für die Anleger positiv auf die Rendite und vor allem keineswegs risikohöher aus. Sachliche Gründe für eine Ungleichbehandlung von Immobilien-Sondervermögen und geschlossener Publikums-InvKG sind nicht ersichtlich. Der zwischenzeitlich vorliegende Entwurf des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes hat den nicht nachvollziehbaren Ansatz der BaFin aufgegriffen und erklärt nunmehr generell die Vergabe von Darlehen durch die KVG (bei der InvKG dürfte es wohl eher diese als die KVG sein) nur in den gesetzlich erlaubten Fällen für zulässig; eine solche Erlaubnis sieht der Gesetzesentwurf nach wie vor bei Immobilien-Sondervermögen wie oben beschrieben und zusätzlich in beschränktem Umfang durch die geschlossene Spezial-InvKG,

nicht jedoch durch die geschlossene Publikums-InvKG, vor. Sollte der Gesetzgeber an dieser Fassung des Gesetzesentwurfes festhalten, liegen hier deutliche Vorteile mit Auswirkungen auf die für die Anleger erzielbare Rendite beim Immobilien-Sondervermögen.

Will ein institutioneller Anleger seine Immobilien in ein Fondsvehikel übertragen, aber weiterhin Eigentümer der Immobilien bleiben, ist dies im Rahmen der Miteigentums-Lösung bei einem offenen Spezial-Sondervermögen (bei optimaler Strukturierung mit der Chance auf Vermeidung der Grunderwerbsteuer mit dem Risiko einer abweichenden Ansicht der Finanzbehörden) möglich, d. h. die Immobilien werden in das Sondervermögen übertragen, der Anleger bleibt weiterhin im Grundbuch als Eigentümer eingetragen, während das Verwaltungs- und Verfügungsrecht dann bei der das Sondervermögen verwaltenden KVG liegt, der Eigentümer als Anleger des Sondervermögens hiervon also ausgeschlossen ist. Bei der Spezial-InvKG besteht nach richtiger Auffassung zumindest die Möglichkeit für die Anleger als Kommanditisten, sich diverse Mitbestimmungsrechte durch Zustimmungspflichten in der Vertragsdokumentation neben den ohnehin bestehenden Kontroll- und Widerspruchsrechten einräumen zu lassen. Diese Möglichkeit besteht bei Sondervermögen gesetzlich nicht, faktisch steht den Anlegern eines Spezial-Sondervermögens aber in der Regel über deren Mitwirkung in einem Anlageausschuss grundsätzlich eine beratende Funktion zu; durch die erteilten Empfehlungen des Anlageausschusses insbesondere zu Immobilienerwerben und -veräußerungen kann der Anlageausschuss auf Entscheidungen der KVG einwirken.

Haftung

Bei der Verwaltung von rechtlich selbstständigen Sondervermögen haftet grundsätzlich die KVG im Hinblick auf die für Rechnung der Sondervermögen getätigten Geschäfte und kann sich lediglich im Wege des Aufwendungsersatzanspruchs aus dem jeweiligen Sonder-

vermögen befriedigen. Die InvKG als rechtlich selbstständige Einheit ist dagegen selbst Haftungssubjekt, d. h. die InvKG haftet selbst für alle von dieser eingegangenen Rechtsgeschäfte. Die Anleger, die nur Kommanditisten sein dürfen, haften im Außenverhältnis bis zur Höhe ihrer jeweiligen Hafteinlage unmittelbar und persönlich; die persönliche Haftung des Kommanditisten ist jedoch ausgeschlossen, soweit er seine Einlage geleistet hat. Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, darf nur mit Zustimmung des betroffenen Kommanditisten erfolgen, da er gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft wiederum unmittelbar haftet, soweit die Einlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückbezahlt wird. Die persönliche Haftung des Komplementärs der InvKG für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft ist dagegen unbeschränkt. Allerdings wird sich eine KVG als Komplementärin wohl nicht direkt an einer InvKG beteiligen, sondern über eine haftungsbeschränkende Einheit wie z. B. eine GmbH. Die die InvKG verwaltende KVG haftet „lediglich“ für die aus ihrem Verwaltungsmandat entstehenden Ansprüche.

Aus Sicht der KVG stellt diese Haftungsabschirmung bei der InvKG insbesondere in Krisenzeiten einen erheblichen Vorteil dar.

Wechsel des Asset Managers

Sollten die Anleger eines Spezial-AIF den zunächst ausgewählten Asset Manager wechseln wollen, ist dies grundsätzlich möglich, soweit der Spezial-AIF von einer Service-KVG aufgelegt und das Asset Management an einen Dritten ausgelagert wurde, da in dieser Konstellation lediglich der Asset Manager ausgetauscht wird, der Spezial-AIF aber weiterhin bei der Service-KVG verbleibt. Soll jedoch die KVG selbst gewechselt werden, müsste der Spezial-AIF auf eine neue KVG übertragen werden, was im Falle eines Sondervermögens Grunderwerbsteuer (betreffend die deutschen und teilweise auch



die ausländischen Immobilien) auslösen würde, da rechtlicher Eigentümer mangels Rechtspersönlichkeit des Sondervermögens die KVG ist. Da bei der InvKG diese selbst Eigentümerin der Immobilien ist, besteht bei einem Wechsel der KVG zumindest die Möglichkeit einer Grunderwerbsteuerfreien Übertragung der InvKG auf eine andere KVG. Es verbleibt allerdings das Risiko, dass auch in dieser Konstellation Grunderwerbsteuer anfällt, wenn denn die Finanzbehörden auf den betreffend die Immobilien vermeintlich Verfügungsberechtigten, d. h. die KVG, und die Änderung desselben abstellen würden, was nicht unwahrscheinlich ist.

Bei dem hier zugunsten der InvKG bestehenden Vorteil handelt es sich für institutionelle Anleger sicher um einen nicht unwichtigen Aspekt bei der Entscheidung für das Sondervermögen oder die InvKG.

Rechts(un)sicherheit

Aufgrund der kurzen Historie des Neuprodukts InvKG im regulierten Bereich sind weder langjährige Marktstandards noch eine verlässliche und umfassende Verwaltungspraxis der BaFin vorhanden, was zu diversen Unwägbarkeiten bei den entsprechenden Anbietern und

dem Produkt selbst führt und im Ergebnis Mehrkosten entstehen lassen kann, die gegebenenfalls an die Fonds weiter belastet werden.

Ungeklärt ist insbesondere das Verhältnis der Regelungen des KAGB zu denen des HGB, was bei der Vertretung, Geschäftsführung und Verfügung über die Vermögenswerte der InvKG zu erheblichen Problemen führen kann. Fraglich ist, inwieweit bei der extern verwalteten InvKG jeweils Vertretung, Geschäftsführung und Verfügung über die Vermögenswerte der InvKG der KVG im Spannungsfeld der aufsichtsrechtlichen und handelsrechtlichen Vorschriften zustehen. Dies wirft praxisrelevante Fragen auf: Wird die KVG oder die InvKG Vertragspartei, darf Verträge unterzeichnen und wird Gläubigerin/Schuldnerin der vertraglichen Ansprüche? Die Meinung der BaFin hierzu ist noch unklar, aber wohl mit der Tendenz, dass stets die KVG handelt, allerdings bei diversen Verträgen im Namen der InvKG, bei anderen Verträgen „nur“ für Rechnung der InvKG. Eine derartige Zuordnung der verschiedenen Verträge in eine der Kategorien ist weder sinnvoll noch praxistauglich. Behelfen können sich InvKG, indem sie ihrer KVG eine umfassende Bevollmächtigung erteilen. Jedoch wer-

den auch in diesen Fällen Probleme nicht ausbleiben, insbesondere bei im Ausland getätigten Geschäften und in diesem Zusammenhang erforderlichen Nachweisen zur Vertretung.

Andererseits wird das Verständnis für eine InvKG als selbständige Rechtsperson mit vergleichbaren ausländischen Gesellschaftsformen bei für diese getätigten Transaktionen im Ausland ein deutlich größeres sein als das für ein in anderen Jurisdiktionen kaum bekanntes Sondervermögen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, was die Tätigkeiten einer InvKG im Gegensatz zu denen für ein Sondervermögen im Ausland erleichtern kann.

Des Weiteren besteht bei der geschlossenen Immobilien-InvKG die Möglichkeit, die Verwahrstellenfunktion durch einen Treuhänder ausüben zu lassen. Dies mag zunächst niedrigere Kosten verursachen, ist aber in der Praxis teilweise bereits gescheitert, insbesondere mangels regulatorischer Erfahrung der Treuhänder.

Während ein (semi)professioneller Anleger derartige Risiken in der Regel einordnen und bewerten und gegebenenfalls auch mit der KVG verhandeln kann (z. B. im Hinblick auf die Weiterbelastung entsprechender Kosten in den AIF), dürfte dies einen privaten Kleinanleger verunsichern und gegebenenfalls vom Investment in ein solches Produkt abhalten.

Für die (semi)professionellen Anleger besteht mit Blick auf deren regulatorische Anforderungen und das entsprechende Anlegerreporting bei den KVGen im offenen Bereich, also den Anbietern von offenen Immobilien-Spezialsondervermögen, eine geübte Praxis, die diese auf den geschlossenen Bereich und damit auch die geschlossene InvKG gut übertragen können. Bei den Anbietern im geschlossenen Bereich, die bisher keine Berührungspunkte mit der Regulierung hatten, dürfte dies eine nicht nur kostenmäßige Herausforderung darstellen. ▶

Steuerliche Aspekte

Wie bereits in der Vergangenheit sieht das InvStG für die Besteuerung von Investmentfonds weiterhin das Transparenzprinzip (einschließlich der Befreiung von der Gewerbe- und Körperschaftsteuer) vor, nach dem die Besteuerung nicht auf Ebene des Investmentfonds, sondern nur beim Anleger selbst stattfindet, um eine weitgehende Gleichstellung der Anlage in einen Investmentfonds mit der Direktanlage zu erreichen. Anders als bisher unterliegen aber nicht stets alle Sondervermögen dieser günstigen Besteuerung, sondern nur solche, die diverse vom InvStG aufgestellte weitere Kriterien erfüllen. Trotz der aufsichtsrechtlichen Erweiterung des Fondsbegriffs gilt zur Erlangung des privilegierten steuerlichen Status als transparenter Investmentfonds der formelle Fondsbegriff im InvStG im Grunde weiterhin. Beispielsweise muss eine aktive unternehmerische Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände des Investmentfonds ausgeschlossen sein. Zur Auslegung hat das BMF im März ein im Vergleich zu dessen Entwürfen erfreulicherweise deutlich positiver ausgefallenes Schreiben veröffentlicht; Umsatzmieten sind danach unschädlich (und im Übrigen auch aufsichtsrechtlich zulässig, wenngleich die BaFin dies zumindest in der Vergangenheit nur mit diversen Einschränkungen vertreten hat), Vorsicht ist jedoch bei größeren Umbaumaßnahmen und Projektentwicklungen geboten, die einer sorgfältigen Strukturierung bedürfen. Die weiteren Vorgaben betreffen im Wesentlichen eine mindestens jährliche Rückgabemöglichkeit der Anteile am Investmentfonds, die Risikomischung, zulässige Vermögensgegenstände und die Finanzierung.

Um dem günstigen Steuerstatus zu unterfallen, müssen die genannten Anforderungen aus den Anlagebedingungen des Investmentfonds hervorgehen, und in der Anlagepraxis darf kein wesentlicher Verstoß gegen die entsprechenden Kriterien vorliegen. Dies kann unter anderem bei der Voraussetzung der maximalen Kreditaufnahme durch den AIF bis zu 50 % des

Verkehrswertes der im AIF gehaltenen Immobilien problematisch werden. Zum einen stellt sich die Frage, ob hiermit lediglich Fremdfinanzierungen oder auch Gesellschafterdarlehensfinanzierungen gemeint sind. Da die im InvStG verwendete Terminologie derjenigen im KAGB zu Fremdfinanzierungen nahezu entspricht und von derjenigen betreffend Gesellschafterdarlehen, deren Grenzen kumulativ neben denen für die Fremdfinanzierung stehen, abweicht, ist davon auszugehen, dass sich das InvStG lediglich auf Fremdfinanzierungen bezieht, was durch die Gesetzesbegründung zum InvStG gestützt wird; dort wird explizit die Fremdfinanzierung erwähnt und zur Festlegung der Grenzen der Kreditaufnahme im InvStG festgehalten, dass sie den aufsichtsrechtlich geltenden Beschränkungen für Spezial- und Immobilienfonds entsprechen. Zum anderen ist fraglich, welche Konsequenz passive Grenzverletzungen nach sich ziehen. Auch bei dieser Frage hilft die Gesetzesbegründung, ausweislich derer passive Grenzverletzungen in der Regel nicht zu einem wesentlichen Verstoß führen; sogar einzelne aktive Überschreitungen von Anlagegrenzen sind danach regelmäßig unwesentlich, wenn die Überschreitungen kurzfristig zurückgeführt werden.

Ungemach droht jedoch bei Vorliegen eines wesentlichen Verstoßes oder steuerschädlicher Änderung der Anlagebedingungen eines Investmentfonds. Nach Erlass eines entsprechenden Feststellungsbescheides und Eintritt von dessen Unanfechtbarkeit gilt der betroffene Investmentfonds mit Ablauf des entsprechenden Geschäftsjahres für einen Zeitraum von mindestens drei Jahren als Investitionsgesellschaft im investmentsteuerlichen Sinne und zwar als Kapital-Investitionsgesellschaft mit der Folge des Wegfalls der Körperschaft- und Gewerbesteuerbefreiung und der grundsätzlichen Anwendung der Regelbesteuerung einer Kapitalgesellschaft auf Ebene des Investmentfonds, was letztlich für die Anleger zu einer erheblichen Steuermehrbelastung führen würde. Findet ein solcher Wech-

sel des Besteuerungssystems statt, gelten zudem die Anteile am Investmentfonds durch den Anleger als veräußert und zugleich Anteile an der zukünftigen Investitionsgesellschaft als angeschafft; diese Veräußerungsfiktion führt zu Lasten der Anleger zu einer Aufdeckung und Versteuerung der aufgelaufenen Wertzuwächse, also der stillen Reserven.

Bei Immobilien-Publikumssondervermögen ist davon auszugehen, dass die vorgenannten Anforderungen erfüllt werden, jedoch muss sichergestellt sein, dass die Anlagebedingungen entsprechend ausgestaltet sind, um eine steuerschädliche Umqualifikation zu vermeiden. Insbesondere bei Immobilien-Spezialsondervermögen bedarf es im Hinblick auf mögliche Abbedingungen von den Vorschriften des KAGB einer sorgfältigen Ausarbeitung der Anlagebedingungen und sonstigen Verträge mit den Anlegern, um diesen und der KVG ausreichend Flexibilität bei gleichzeitiger Erhaltung des günstigen Steuerstatus als Investmentfonds zu sichern. Das Risiko für die Anleger dürfte hier aber gering sein, da ein erhebliches Interesse der KVG an der Vermeidung derartiger Risiken besteht.

Die Immobilien-InvKG wird in der Regel die Anforderungen an einen Investmentfonds im investmentsteuerlichen Sinne nicht erfüllen und daher als Personen-Investitionsgesellschaft qualifizieren. Obwohl derartige Gesellschaften zunächst dem Anwendungsbereich des InvStG unterliegen, verweist die Sondervorschrift für Personen-Investitionsgesellschaften wiederum vollumfänglich auf allgemeine ertragsteuerliche Regeln nach dem Einkommensteuergesetz beziehungsweise Körperschaftsteuergesetz und dem Gewerbesteuergesetz. Die Einkünfte der InvKG sind daher gesondert und einheitlich festzustellen und von den Anlegern nach den allgemeinen steuerrechtlichen Regelungen zu versteuern. Bei der Strukturierung der InvKG muss im Besonderen darauf geachtet werden, diese zur Vermeidung von Gewerbesteuer auf Ebene der InvKG durch Einräumung der Geschäftsführungs-

befugnis an einen Kommanditisten gewerblich zu entprägen. Mit Einführung des KAGB war lange Zeit umstritten, ob dies aufsichtsrechtlich überhaupt zulässig ist. Nach zwischenzeitlich erfolgten Verlautbarungen der BaFin und des BMF hierzu ist dies auch bei einer InvKG grundsätzlich möglich. Anleger sollten hier jedoch wachsam sein, um auf Ebene der InvKG nicht ungewollten Steuerlasten ausgesetzt zu sein.

Der zwischenzeitlich vorliegende Diskussionsentwurf des BMF zur Reform der Investmentbesteuerung kündigt eine radikale Reform der Investmentbesteuerung an, die ab 2018 gelten soll. Während bei Spezial-Sondervermögen mit diversen Modifikationen grundsätzlich am Transparenzprinzip festgehalten werden soll, soll die transparente Besteuerung bei Publikums-Sondervermögen einer intransparenten Besteuerung weichen, so dass bereits auf Ebene des Fonds eine Besteuerung stattfindet. Die InvKG fällt nach dem Diskussionsentwurf aus dem Anwendungsbereich des InvStG heraus.

In welcher Form das Investmentsteuerreformgesetz schließlich in Kraft treten wird, bleibt abzuwarten, es ist allerdings davon auszugehen, dass es drastische Änderungen in der Investmentbesteuerung geben wird. Wie sich dies auf die verschiedenen Arten von Anlegern auswirkt, muss für jede Anlegergruppe und gegebenenfalls für jeden Anleger im Einzelfall beurteilt werden.

Fazit

Viele der bereits für (Immobilien-) Sondervermögen in der Vergangenheit bestehenden Regelungen nach dem InvG, die zu großen Teilen ins KAGB übernommen wurden, wie auch Neure-

gelungen des KAGB (z. B. im Bereich der Bewertung) für (Immobilien-) Sondervermögen gelten in ähnlicher Form auch für die Immobilien-InvKG. Während dies für die offene Welt die Fortführung von Altbekanntem darstellt, bedeutet es für die geschlossene Welt absolutes Neuland (man bedenke allein die Anforderungen an das Risk Management neben vielen weiteren Themen, wie zu erstellender Fonds-Dokumentation mit Anlagebedingungen, Offenlegungspflichten und Bewertung) mit einer entsprechend hohen Kostenimplikation.

Viele der klassischen KVGen, die vormals Immobilien-Sondervermögen aufgelegt haben, haben sich im Rahmen der Neulizensierung durch die BaFin nach dem KAGB die Möglichkeit eröffnet, auch geschlossene Immobilienprodukte einschließlich Immobilien-InvKGen auflegen und verwalten zu dürfen.

Dennoch bleibt für den privaten Kleinanleger nach wie vor das Immobilien-Sondervermögen mangels Alternativen bei Immobilieninvestments mit der grundsätzlichen Möglichkeit zur Rückgabe der Anteile und insbesondere im Lichte des aktuellen Zinsniveaus attraktiv. Für institutionelle Investoren können sich sowohl das Sondervermögen als auch die InvKG eignen. Bei der Möglichkeit des Wechsels des Asset Managers und in der Ausgestaltung des Produkts liegen bei der Spezial-InvKG – vorbehaltlich der nachteiligen Regelungen zu den Gesellschafterdarlehen im Entwurf des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes – Vorteile gegenüber dem Sondervermögen, insbesondere im Hinblick auf die erwerblichen Vermögensgegenstände, Letzteres allerdings beschränkt auf Anleger, die nicht der Anlageverordnung unterliegen; auch

für die KVG bietet die InvKG dank ihrer im Grunde haftungsabschirmenden Wirkung, dem deutlich einfacheren Liquiditätsmanagement und der besseren Verständlichkeit dieser Gesellschaftsform sowohl bei ausländischen Anlegern als auch bei ausländischen Transaktionen für diese Fonds Vorteile. Dem stehen allerdings Unwägbarkeiten in Form diverser ungeklärter Rechtsfragen in praxisrelevanten Bereichen wie der Vertretungsbefugnis und eine hohe Kostenbelastung im Hinblick auf die Implementierung der regulatorischen Anforderungen gegenüber, soweit die KVG nicht eine bereits in der Vergangenheit regulierte ist. Für die Spezial-Sondervermögen spricht deren Flexibilität betreffend die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen und die Steuerung der Ausschüttungen beziehungsweise Thesaurierungen, deren grundsätzliche Befreiung von der Gewerbesteuer und die durch eine Vielzahl von Immobilieninvestments deutlich höhere Risikostreuung im Vergleich zu der häufig nur ein Objekt haltenden InvKG.

Die Immobilien-InvKG wird sicher nicht annähernd das Investitionsvolumen der Immobilien-Sondervermögen erreichen können; begrüßenswert ist es aber, dem Anleger mit der Immobilien-InvKG ein weiteres reguliertes deutsches Produkt im Bereich Immobilien anbieten zu können, nicht zuletzt mit Blick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit vor allem zum stets sehr aktiven und kreativen Luxemburger Markt. Schlussendlich wird es beim Altbewährten, dem offenen Immobilien-Sondervermögen, mit einer Beimischung des regulierten Neuprodukts, der geschlossenen Immobilien-InvKG, bleiben mit der offenen Frage der Höhe der Beimischung. ◀

„Schlussendlich wird es beim Altbewährten, dem offenen Immobilien-Sondervermögen, mit einer Beimischung des regulierten Neuprodukts, der geschlossenen Immobilien-InvKG, bleiben mit der offenen Frage der Höhe der Beimischung.“



aweis@kslaw.com

Alexandra Weis
Frankfurt am Main

Kompetenzgerangel

Wer handelt für die extern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft?

Die gesetzliche Regelung zur Verwaltung der Investment-KG

Die extern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft (Investment-KG) ist das bevorzugte Fondsvehikel im Bereich der geschlossenen Fonds. Die Investment-KG ist im Wesentlichen eine „normale“ Kommanditgesellschaft, auf die die Regelungen des HGB anwendbar sind, teilweise modifiziert durch das KAGB. Neben dem Komplementär und gegebenenfalls dem geschäftsführenden Kommanditisten wird bei der extern verwalteten Investment-KG eine Kapitalverwaltungsgesellschaft als externer Verwalter bestellt, der „insbesondere die Anlage und die Verwaltung des Kommanditanlagevermögens“ obliegen. Eine genauere Abgrenzung der Kompetenzen der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu den Kompetenzen der Organe der Investment-KG, insbesondere zu den Kompetenzen des Komplementärs, erfolgt im KAGB jedoch nicht.

Es ist vor diesem gesetzlichen Hintergrund insbesondere unklar, wer die Investment-KG im Rechtsverkehr nach außen vertritt. Das Gesetz spricht in § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB (und in der Parallelvorschrift für die offene Investment-KG, § 129 Abs. 1 Satz 2 KAGB) nur davon, dass der Kapitalverwaltungsgesellschaft „die Anlage und die Verwaltung des Kommanditanlagevermögens“ der Investment-KG obliegen. Damit ist möglicherweise nur die Geschäftsführung der Investment-KG angesprochen, denn von Vertretung ist im Gesetz nicht die Rede. Das Handelsrecht unterscheidet aber genau zwischen Geschäftsführung und Vertretung, §§ 114, 125, 164 Abs. 2 HGB. Ob die Verwendung des Wortes „Anlage“ in § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB als eine Zuweisung der Vertretungsbefugnis an die Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgelegt werden kann, ist zumindest zweifelhaft.

Ohne klare gesetzliche Zuordnung der Vertretungsbefugnis zur Kapitalverwaltungsgesellschaft müsste es gemäß § 149 Abs. 1 Satz 2 KAGB bei der gesetzlichen Regelung der §§ 125 Abs. 1, 170 HGB und somit dabei bleiben, dass

die Investment-KG selbst, vertreten durch ihren Komplementär, über ihre Vermögensgegenstände verfügt und der Komplementär die Gesellschaft nach außen vertritt.

Aufsichtsrechtlicher Ansatz für die Bestimmung der Vertretungsbefugnis

Allerdings vertritt insbesondere die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wohl eine gegenteilige Auffassung und weist zumindest für einen Teil der im Namen der Investment-KG durchzuführenden Rechtsgeschäfte der KVG die Vertretungsbefugnis zu. Diese Auffassung ist angelehnt an die Rechtslage bei den offenen Fonds (§ 93 Abs. 1 KAGB), bei denen die KVG kraft Gesetzes die Verfügungsbefugnis über die Gegenstände des Investmentvermögens hat.

Das KAGB selbst scheint ebenfalls an zumindest zwei Stellen von einer solchen gesetzlichen Verfügungsbefugnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft auszugehen. In § 84 KAGB, der für Publikums-AIF die Rechtsgeschäfte bestimmt, für deren Durchführung die Kapitalverwaltungsgesellschaft der Zustimmung der Verwahrstelle bedarf, heißt es in § 84 Abs. 1 Nr. 3 KAGB, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft für die Verfügung über die Vermögens-

Ein weiterer Hinweis findet sich in § 154 Abs. 2 KAGB. Diese Regelung erklärt die Abwicklungsvorschrift des § 100 KAGB betreffend die Sondervermögen bei der Investment-KG für entsprechend anwendbar, mit der Maßgabe, dass „das Verfügungsrecht [der Kapitalverwaltungsgesellschaft] über das Gesellschaftsvermögen“ im Falle der Abwicklung der Investment-KG nur unter bestimmten Umständen auf die Verwahrstelle übergeht. Auch diese Vorschrift geht damit offenbar davon aus, dass der Kapitalverwaltungsgesellschaft das Verfügungsrecht über das Vermögen der Investment-KG zusteht, denn sonst könnte es nicht von ihr auf die Verwahrstelle übergehen.

Gesetzgebungsgeschichte / Hintergrund der Regelung

Die Gesetzesbegründung zu § 154 Abs. 1 KAGB ist unergiebig. Die Regelung basiert auf der Vorschrift des § 96 Abs. 4 InvG, eingefügt in das Investmentgesetz durch das Investmentänderungsgesetz vom 21. Dezember 2007, mit der erstmals eine fremdverwaltete Investmentaktiengesellschaft geschaffen wurde.

In der Begründung des Regierungsentwurfes zu dieser Vorschrift wird allerdings ausgeführt:

„Eine genauere Abgrenzung der Kompetenzen der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu den Kompetenzen der Organe der Investment-KG, insbesondere zu den Kompetenzen des Komplementärs, erfolgt im KAGB jedoch nicht.“

gegenstände gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB (d. h. Sachwerte), die zu einem geschlossenen Publikums-AIF (und damit auch zu einer geschlossenen Investment-KG) gehören, der Zustimmung der Verwahrstelle bedarf. Diese Vorschrift scheint davon auszugehen, dass die Verfügungsbefugnis über diese Vermögensgegenstände bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft liegt.

Die Fremdverwaltung lässt im Übrigen die Organisationsstruktur der Investmentaktiengesellschaft, aber auch die allgemeinen Rechte und Pflichten der Organe der Gesellschaft unberührt; die benannte Kapitalanlagegesellschaft übernimmt auch keine aktienrechtlichen oder sonstigen allgemeinen Zuständigkeiten und Aufgaben der Investmentaktiengesellschaft, insbesondere nicht deren Vertretung.



Das erscheint an sich eindeutig genug. Allerdings wurden durch das OGAW-IV-Umsetzungsgesetz vom 22. Juni 2011 zwei Sätze in den § 96 Abs. 4 InvG eingefügt, die inhaltlich der Regelung des § 154 Abs. 2 KAGB entsprechen und in denen ebenfalls davon die Rede ist, dass im Falle einer Abwicklung der Gesellschaft das Verfügungsrecht der Kapitalanlagegesellschaft nur unter bestimmten Umständen auf die Depotbank übergeht. Diese Ergänzung soll laut Begründung des Gesetzesentwurfes nur der Klarstellung hinsichtlich der Anwendbarkeit der Vorschriften über die Abwicklung von Sondervermögen dienen. Eine Auseinandersetzung mit der Frage, woraus sich dieses Verfügungsrecht, das auf die Depotbank übergehen soll, ergibt, erfolgt in der Begründung des Gesetzesentwurfes nicht.

Der Gesetzgeber hat damit bereits im Investmentgesetz hinsichtlich der Investmentaktiengesellschaft einerseits statuiert, dass der Kapitalanlagegesellschaft die Anlage und Verwaltung der Mittel des Fonds obliegen, und dabei in der Gesetzesbegründung festgestellt,

dass dies nicht das Recht zur Vertretung der Gesellschaft mit einschließt, andererseits aber in der gleichen Vorschrift von einem Verfügungsrecht der Kapitalanlagegesellschaft über die Mittel des Fonds gesprochen, das möglicherweise auf die Depotbank übergeht.

Es ließe sich daran denken, dass der Gesetzgeber vielleicht davon ausging, dass die Kapitalanlagegesellschaft wie bei den Sondervermögen über die Mittel der Investmentaktiengesellschaft im eigenen Namen verfügt, denn das ist kein Fall der Vertretung. Allerdings fehlte auch schon im Investmentgesetz eine Parallelvorschrift zu § 31 Abs. 1 InvG, die der Kapitalanlagegesellschaft eine solche Verfügungsbefugnis zuweist. Es ist vor diesem Hintergrund daher auch nicht auszuschließen, dass der Gesetzgeber bei der Schaffung der Vorschrift des § 96 Abs. 4 InvG nicht hinreichend scharf zwischen Geschäftsführungsbefugnis, Vertretungsbefugnis und Verfügungsbefugnis unterschieden hat.

Die derart formulierte und begründete Regelung des § 96 Abs. 4 InvG zur Aufgabenverteilung zwischen Invest-

mentaktiengesellschaft und externer Kapitalanlagegesellschaft wurde im Wesentlichen im § 112 KAGB übernommen. Diese Vorschrift diene dann wiederum als Vorbild für die entsprechenden Vorschriften bei den anderen Investmentgesellschaften, darunter auch § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB für die geschlossene Investment-KG. In der Gesetzesbegründung zum KAGB erfolgt keine weitere Auseinandersetzung mit dem Inhalt oder der Ratio dieser Regelung.

Auslegungsmöglichkeiten

In Frage kommen im Prinzip drei mögliche gesetzlich angeordnete Ausgestaltungen der Befugnisse der Kapitalverwaltungsgesellschaft nach Bestellung als externe Kapitalverwaltungsgesellschaft:

- a) die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist (nur) zur Geschäftsführung berufen, hinsichtlich der Vertretung der Investment-KG verbleibt es aber bei den handelsrechtlichen Vorschriften und damit bei der Vertretung durch den Komplementär der Gesellschaft, der die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Verwaltungsvertrag rechtsgeschäftlich bevollmächtigen kann;
- b) die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist zur Geschäftsführung und zumindest teilweise auch zur Vertretung der Investment-KG berufen und ist daher auch berechtigt, Rechtsgeschäfte im Namen der Investment-KG zu schließen; oder
- c) die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist zur Geschäftsführung der Investment-KG berufen und ihr ist darüber hinaus die Verfügungsbefugnis über das Vermögen der Investment-KG übertragen, über das sie analog der Regelung des § 93 Abs. 1 KAGB im eigenen Namen verfügt.

Stellungnahme

Richtigerweise ist davon auszugehen, dass die Investmentgesellschaften (und damit auch die geschlossene Investment-KG) gesetzlich ausschließlich von ihren Organen vertreten werden. Der Kapitalverwaltungsgesellschaft steht ►

kraft Gesetzes weder ein Vertretungsrecht der Gesellschaft noch eine Verfügungsbefugnis über ihr Vermögen zu.

Wortlaut der gesetzlichen Regelung

Dafür spricht zunächst einmal schon der Wortlaut des Gesetzes. Gemäß § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB (und den Parallelvorschriften für die anderen Investmentgesellschaften) obliegen der Kapitalverwaltungsgesellschaft nur „die Anlage und die Verwaltung des Kommanditanlagevermögens“. „Anlage und Verwaltung“ des Vermögens bilden ein Begriffspaar, dass die Geschäftsführung der Investment-KG anspricht und diese Befugnis, soweit das Kommanditanlagevermögen betroffen ist, der Kapitalverwaltungsgesellschaft zuweist. Von Vertretung oder Verfügungsrecht dagegen ist in § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB nicht die Rede.

Eine Auslegung der Vorschrift dahingehend, dass mit „Anlage und Verwaltung“ des Vermögens auch eine Vertretungs- oder Verfügungsbefugnis verbunden sein soll, überdehnt ihren Wortlaut. Die Vertretungsbefugnis ist ein zentraler Regelungsgegenstand bei der Bestimmung der Rechtsverhältnisse einer Gesellschaft. Wenn vom gesetzlichen Regelfall der Vertretung einer Gesellschaft durch ihre Organe abgewichen und die Vertretungsbefugnis einem Dritten zugewiesen werden soll, so bedarf es hierfür einer klaren gesetzlichen Anordnung, die in der Aussage, der Kapitalverwaltungsgesellschaft obliege die Anlage des Vermögens der Investment-KG, nicht gesehen werden kann.

Dies wird auch durch einen Vergleich mit der Rechtslage bei den Sondervermögen deutlich. Hinsichtlich dieser wird in § 93 Abs. 1 KAGB die Verfügungsbefugnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft ausdrücklich geregelt. Eine Parallelvorschrift zu § 93 Abs. 1 KAGB gibt es für die Investmentgesellschaften aber gerade nicht, so dass es mangels anderweitiger gesetzlicher Anordnung bei der gesetzlichen Regelung der §§ 125 Abs. 1, 170 HGB und damit bei

der Vertretung durch die Organe der Investment-KG bleiben muss.

Vergleich mit der Rechtslage bei den Immobilien-Gesellschaften

Außerdem kann auch die Rechtslage bei den Immobilien-Gesellschaften gemäß §§ 234 ff. KAGB im Bereich der offenen Fonds vergleichend herangezogen werden. Bei den Sondervermögen steht die Verfügungsbefugnis über das Fondsvermögen der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu; sie verfügt darüber im eigenen Namen für Rechnung der Anleger, § 93 Abs. 1 KAGB.

Dies gilt jedoch nicht für Anlagegegenstände, die über Immobilien-Gesellschaften gehalten werden. Die Immobilien-Gesellschaften werden vielmehr weiter durch ihre Organe vertreten, die auch rechtlich die Entscheidungen über den Ankauf und die Veräußerung von Vermögensgegenständen treffen. Die Verantwortlichkeit der Geschäftsleiter der Immobilien-Gesellschaften wird durch das KAGB in keiner Hinsicht eingeschränkt. Dabei werden zum Teil erhebliche Teile des Fondsvermögens, teilweise gar das gesamte Fondsvermögen, über Immobilien-Gesellschaften gehalten, so dass bei solchen Strukturen die Kapitalverwaltungsgesellschaft keine direkte Verfügungsbefugnis über das Fondsvermögen hat. Dennoch wird darin offenbar kein größeres Problem gesehen. Immobilien-Gesellschaften und das Halten von Fondsvermögen über solche Gesellschaften sind unproblematisch möglich, obwohl damit die Verfügungsbefugnis über das Fondsvermögen bei den gesetzlichen Vertretern von Gesellschaften liegt, die nicht die Kapitalverwaltungsgesellschaft sind. Wenn das im Bereich der offenen Fonds so möglich ist, dann gibt es keinen Grund, warum die Investment-KG nicht ebenfalls durch ihre Organe vertreten werden kann.

Gesetzesbegründung

Dabei ist auch die Gesetzeshistorie der Vorschriften des KAGB, die auf § 100 KAGB verweisen, zu beachten. Diese

beruhen letztlich auf dem § 96 Abs. 4 Satz 5 InvG. In der Begründung des Regierungsentwurfes zum Investmentänderungsgesetz, mit dem § 96 Abs. 4 Satz 5 InvG geschaffen wurde, heißt es aber eindeutig, dass die Kapitalanlagegesellschaft zur Vertretung der Investmentaktiengesellschaft nicht berechtigt sein soll, und zwar nicht nur nicht hinsichtlich bestimmter Rechtsgeschäfte, sondern ganz allgemein nicht.

Diese Gesetzesbegründung ist auch bei der Auslegung der Regelungen des KAGB zu beachten, nachdem die Begründung zum KAGB keinen abweichenden Willen des Gesetzgebers erkennen lässt. Eine Berechtigung der Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Vertretung der Investment-KG scheidet damit nach dem expliziten Willen des Gesetzgebers aus.

Für eine etwaige Verfügungsbefugnis kann dann auch nichts anderes gelten. Das Recht, im eigenen Namen über einen im Eigentum eines Dritten stehenden Gegenstand zu verfügen ist im Vergleich zu dem Recht, im Namen dieses Dritten zu handeln, das stärkere Recht, das nach dem Grundsatz *a minori ad maius* erst recht nicht bestehen kann. Es ist schwerlich davon auszugehen, dass der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung zu § 96 Abs. 4 InvG im Investmentänderungsgesetz ausdrücklich auf das Vertretungsrecht einging und ein solches ausschloss und dabei aber durchaus der Meinung war, jedoch unerwähnt ließ, dass er vom Bestehen eines sogar stärkeren Rechts, nämlich dem Verfügungsrecht der Kapitalanlagegesellschaft über das Vermögen der Investmentgesellschaft, ausgeht. Diese Sichtweise erscheint nur schwer vertretbar.

Praktische Überlegungen

Ein etwa bestehendes gesetzliches Vertretungs- oder Verfügungsrecht würde auch verschiedene praktische Nachteile aufweisen. Insbesondere eine gesetzliche Verfügungsbefugnis wäre im Rechtsverkehr oft nicht einfach umzusetzen.

Das Problem ist bei den als Miteigentumsfonds organisierten Immobilien-Sondervermögen bekannt, bei denen selbst deutsche Grundbuchämter zuweilen erhebliche Schwierigkeiten haben, das Konzept der Verfügungsbefugnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft bei gleichzeitiger Eigentümerstellung des Anlegers im vollen Umfang zu erfassen.

Im Ausland wird man erst recht kaum oder nur mit erheblichen Schwierigkeiten gegenüber Gegenparteien, Behörden und Registern darstellen können, dass trotz Eigentümerstellung der Investment-KG die Kapitalverwaltungsgesellschaft wegen einer nicht im betreffenden ausländischen Recht, sondern im deutschen Recht, erfolgenden gesetzlichen Anordnung, die sich dann aber noch nicht einmal eindeutig aus dem Gesetz ergibt, zur Verfügung im eigenen Namen berechtigt sein soll.

Außerdem kann eine Verfügungsbefugnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft auch negative Grunderwerbssteuerliche Konsequenzen haben. Ebenfalls aus dem Bereich der als Miteigentumsfonds organisierten Immobilien-Sondervermögen stammt das Problem, dass die Finanzverwaltung bei einer Einbringung einer Immobilie in einen solchen Miteigentumsfonds, bei der lediglich die Verfügungsbefugnis, nicht aber die Eigentümerstellung, wechselt, den Tatbestand des § 1 Abs. 2 GrEStG als erfüllt ansieht.

Es steht zu befürchten, dass diese (freilich fehlerhafte) Sichtweise auch bei den geschlossenen Fonds angewandt werden könnte, sollte die Kapitalverwaltungsgesellschaft als über das Vermögen der Investment-KG verfügungsbefugt angesehen werden. Bei einem Wechsel der Kapitalverwaltungsgesellschaft würde dann hinsichtlich von in Deutschland belegenen Objekten Grunderwerbsteuer anfallen. Die Auswirkungen im Ausland lassen sich pauschal kaum abschätzen und müssten konkret für jede betroffene Jurisdiktion geprüft werden.

Die Konstruktion eines Fonds, für den eine Verwaltungsgesellschaft aufgrund rechtsgeschäftlicher Vollmacht handelt, ist dagegen international weit verbreitet und würde die soeben genannten Probleme nicht aufwerfen.

Abgesehen davon gehen auch die Vertreter eines Vertretungs- oder Verfügungsrechts der Kapitalverwaltungsgesellschaft kraft Gesetzes nicht davon aus, dass ein solches umfassend besteht, sondern weisen den Organen der Investment-KG durchaus verschiedene Kompetenzen zu, deren Umfang nach den vertretenen Meinungen variiert. Dies führt zu zahlreichen Abgrenzungsschwierigkeiten hinsichtlich der Kompetenzen von Kapitalverwaltungsgesellschaft und Investment-KG und damit zu erheblicher Rechtsunsicherheit.

Bevollmächtigung der Kapitalverwaltungsgesellschaft

Die hier diskutierte Problematik ließe sich auch nicht etwa durch eine „Doppellösung“ vermeiden, indem die Investment-KG die Kapitalverwaltungsgesellschaft vorsichtshalber auch rechtsgeschäftlich bevollmächtigt und somit mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft auf jeden Fall der Richtige handelt, denn im Falle einer Verfügungsbefugnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft würde diese, wie bei § 93 Abs. 1 KAGB, im eigenen Namen handeln und nicht, wie bei der Vertretung der Investment-KG, in deren Namen. Die Frage, ob der Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Verfügungsbefugnis über das Vermögen der Investment-KG zusteht, kann daher nicht offengelassen, sondern muss entschieden werden.

Dabei ist wie dargestellt richtigerweise davon auszugehen, dass die Investment-KG auch nach dem KAGB durch ihre Organe und nicht durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft vertreten wird.

Allerdings wird in aller Regel in der Praxis die Investment-KG die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Verwaltungsvertrag oder in sonstiger Weise

bevollmächtigen, umfassend im Umfange ihres Verwaltungsrechts die Investment-KG zu vertreten. Eine solche Bevollmächtigung ist nicht rechtlich zwingend vorzunehmen, aber sehr zu empfehlen.

Fazit

1. Die extern verwaltete geschlossene Investment-KG wird durch ihre Organe vertreten.
2. § 154 Abs. 1 Satz 2 KAGB weist (genauso wie die entsprechenden Parallelvorschriften für die offene Investment-KG und die Investmentaktiengesellschaften mit fixem und veränderlichem Kapital) der Kapitalverwaltungsgesellschaft nur die Geschäftsführung in dem Umfang zu, wie dies für die Verwaltung des Kommanditanlagevermögens notwendig ist. Im Übrigen verbleibt es bei der Geschäftsführung durch den Komplementär oder gegebenenfalls durch einen geschäftsführenden Kommanditisten.
3. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist nicht kraft Gesetzes zur Vertretung der Investment-KG berechtigt oder zur Verfügung über ihr Vermögen befugt.
4. Die Investment-KG kann, muss aber nicht, der Kapitalverwaltungsgesellschaft im Verwaltungsvertrag oder auf sonstige Weise Vollmacht zur Vertretung der Investment-KG erteilen. Soweit dies erfolgt, handelt die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Rechtsverkehr im Namen der Investment-KG. Soweit eine Bevollmächtigung nicht erfolgt, wird die Investment-KG weiter durch ihre Organe vertreten. ◀



*Dr. Andreas Böhme
Frankfurt am Main*

Investing in French Real Estate

Share Deal or Asset Deal?



German investors have always shown a strong interest in the French real estate market, if for any reason due to its resilience in economic downturns, its stability and lesser volatility than elsewhere in Europe, and its strong fundamentals such as the depth of the Paris market and the quality of construction in France.

Whatever the type of assets at stake (office, retail, logistics, industrial, residential), in France even more than in any other jurisdiction, choosing to purchase the property directly or the corporate entity holding it is a meaningful decision, which involves various important consequences, not only in terms of tax treatment (upon acquisition, during the life of the investment and on exit) but also of financing and legal regime.

The purpose of this article is to outline the main features of either structuring option, in order to offer a more detailed and enlightened approach to the traditional risk/return couple at stake in the decision to invest in real estate in France.

Of course, each transaction is different, and key data in the equation are often provided by the seller, who puts an existing structure on the market (e.g. sale of the corporate entity holding various assets and/or property-holding companies, sale of assets directly by a French public or private REIT – SIIC or OPCI, sale of a corporate vehicle in order to avoid significant capital gains taxation at asset level...).

From a practical point of view, it is fair to say that the choice between an asset deal and a share deal is generally determined by cost rationale, and is mostly tax-driven. Such a choice however entails legal consequences which need to be carefully analyzed.

A generally prevailing cost rationale...

It is the seller who first determines the form of the transaction that will be most advantageous to it, bearing in mind that the costs or the tax savings resulting from this form of transaction for the buyer will affect the price which it is able to offer.

The choice of the type of transaction at the level of the seller is generally tax-driven, the purpose being to minimize the capital gain tax cost when possible if a gain may derive from the transaction.

Wherever the seller is established, the gain made upon the sale of French real estate is taxable there, at the standard corporate income tax (“CIT”) rate of 33.1/3% increased by the social contribution of 3.3% assessed on corporate income tax exceeding EUR 736,000, which results in an overall tax rate of 34.43% (or 38% if the 10.7% surtax applies for large companies) after offsetting tax losses carried forward at the level of the entity or the French tax consolidated group, if any, if the seller is a member of a tax group.

Of course, where the seller is exempt from CIT under the French SIIC or SPPICAV regimes, there is in principle no specific CIT arbitration for the seller between a share deal or an asset deal, as the seller will be exempt from capital gain taxation. By derogation, the disposal of shares of a subsidiary having opted

for the SIIC regime may under certain circumstances trigger certain CIT adverse consequences, in which case the sale of the subsidiary's property would be the preferred option.

There is more room for a tax saving in case of significant gain deriving from the transaction when the seller holds shares in a property company holding French real estate assets.

As a matter of well-known investment market practice, foreign investors investing in French real estate have preferred share deal transactions at exit where investment was made from a Luxembourg holding company.

Indeed, for many years, under the French-Luxembourg treaty dated April 1, 1958 (the "Luxembourg Treaty") as currently still in force, capital gains from the sale of shares in a French or Luxembourg company holding French real estate have not been taxable in France (subject to relevant substance in Luxembourg and no permanent establishment in France or effective place of management there), even if those share gains have also benefited from exemptions in Luxembourg under Luxembourg domestic law.

However, on September 5, 2014, the Governments of France and Luxembourg signed an amendment to the Luxembourg Treaty, which will have an impact in the future on certain investments in French real estate. Indeed, the amendment introduces new provisions allocating the right to tax capital gains from the disposal of shares in predominantly real estate entities (immovable property deployed within a business enterprise not being taken into account for this qualification) exclusively to the State where the real estate assets are located. This amendment will apply to capital gains realized on or after January 1, 2016 if each State ratifies and notifies the amendment at the latest in November 2015. After the entry into force of the new Luxembourg Treaty, the gains derived from a share deal will also become taxable in France if the entity

mainly holds French real estate, under the conditions described above at the rate of 33.1/3% or 34.43%, but without tax losses that can be offset in France.

On March 31, 2015, the Governments of France and Germany signed an amendment to the French-German treaty dated July 21, 1959 (the "German Treaty"), also introducing a new taxation rule for gains from the sale of shares of an entity that predominantly holds real estate assets situated in a contracting State (with the same exception for immovable property deployed within a business enterprise such as a mine or a hotel) which shall be taxable only in that State. Under the current Treaty, article 7 (1) provides that "income derived from the alienation of a joint-stock company shall be taxable only in the contracting state of which the alienator is a resident". Gain from the sale of shares in a French joint-stock company with predominantly French real estate is not taxable in France. In Germany, such gain is eligible for the parent-subsidiary regime. After the entry into force of the new German Treaty, on or after January 1, 2016, if each State ratifies and notifies the amendment at the latest on December 30, 2015, the gains derived from any share deal in predominantly French real estate entities will also become taxable in France.

A share deal transaction can still be a preferred form of transaction in the case where the seller has invested through a Belgian or Dutch holding company, assuming of course the seller has sufficient substance in such jurisdiction to benefit from the relevant treaty, and no taxable presence in France. Indeed, under the treaties entered into between these jurisdictions and France, the common reading of these treaties and of the French tax authorities' position is that the gains derived from the disposal of shares in a French real estate joint-stock company or company liable to CIT (vs. look through companies) are not taxable in France.

Unsurprisingly, in those jurisdictions where the gain would also not be taxed

locally, notably the Netherlands and Belgium, the French government has already announced its intention to renegotiate the treaties under consideration in the course of 2015. The timing of the effectiveness of renegotiation of these treaties is uncertain at this stage.

In such cases however, the share deal presents potential tax disadvantages for the purchaser, notably the transfer of the target's tax liability in relation to the unrealized gains on the properties, and a depreciable basis limited to the net accounting value of the building, the land not being depreciable in the target company's books vs. the property fair market value in an asset deal.

Therefore the purchaser of shares (directly or indirectly) in a property company that is subject to CIT typically would require a discount off the purchase price in order to reflect the target company's tax liability in relation to the company's properties. The discount is equal to an agreed proportion of the unrealized capital gains on the property multiplied by the ordinary CIT rate (33.1/3% or 34.43%). The tax cost estimate should take into account any tax losses carried forward available at the level of the target company (offsetting the profits of a given year up to an amount of 1 m€ increased by 50% of the taxable profit of that year that exceeds 1 m€), and if so, the amount of the tax losses available can be guaranteed to the purchaser by the seller. The 50% tax cost discount can reflect the market practice.

Moreover, where the purchaser is a SPICAV, the discount off the sale price would be lower, since the target company, following its acquisition by the SPICAV, would elect to be tax exempt under the SIIC regime, with the result that the target company would not suffer taxation upon the eventual resale of the properties. The election would cause the target company to recognize the upside on the properties' value for CIT purposes ("exit tax"), but the applicable tax rate would be 19% (or 21.03% if the 10.7% contribution applies) and the exit tax would be payable in four year- ▶

ly equal instalments. This scenario also enables the purchaser to avoid the traditional setback of the company acquisition, namely a lower depreciable basis.

The disposal of shares of a French tax look-through partnership to a French company liable to CIT is also a way to overcome the potential purchaser's disadvantages in a share transaction, and makes it possible not to discount the sale price of the shares to take into account a portion of the built-in tax liability relating to the unrealized gain on the property.

The purchaser indeed can rely on the so-called "Quéméner" case rule to organize a post-acquisition restructuring achieving a tax-free step-up of the property. A post-acquisition preliminary reevaluation of the property in the company's books will also make it possible to account and deduct the future depreciation allowances based on the market value of the property, and refinance the acquisition debt in line with such value. The only tax cost entailed under this solution is the transfer duties cost applicable to the dissolution without liquidation of the company, the transfer of the property being then subject to transfer duties at the reduced rate of 0.715% on the fair market value of the property, which cost may be offset by the difference in the transfer duties rates between a share deal and an asset deal (see below).

While these solutions enable one to mitigate, if not neutralize, the tax costs of a share transfer for the purchaser, the latter would only accept the complexity and costs of such a share transaction provided that this structure results in transfer duties savings upon acquisition. The transfer duties would indeed be normally born by the purchaser.

The transfers of properties are generally subject to a 5.80665% or 5.09006% transfer duties rate, increased by registration and notary fees, i.e. a global transfer cost of 6.73% or 6.015% on the property's price (or market value if higher). The transfer duties are also



applicable to the purchase of a property company's shares, being defined as a company, regardless of its place of incorporation, whose assets are composed, at the date of the sale or at any time during the year preceding the sale, of more than 50% of French real estate assets held directly or indirectly. But in a share deal, the transfer duties apply at a 5% rate on the sale price (or fair market value, if higher).

As a matter of illustration of the tax saving that a share transaction entails for the purchaser, in the case of a property for which the price is set at EUR 80M, held by a property company with total liabilities amounting to EUR 65M, the transfer duties applicable to a share transfer would amount to EUR 750K vs. a global transfer cost of EUR 5,385K in case of an asset deal in a *département* where the 5.80665% rate applies (or EUR 4,812K if the 5.09% rate is applicable).

In view of the above, the purchaser would be generally favorable to a share

transfer except in the following scenarios:

- (i) the property was completed less than 5 years ago, or if the buyer undertakes to resell in the 5 following years, since such transfers are subject to the 0.715% reduced transfer duties on the price (plus registration fee of 0.1%), or
- (ii) the purchaser undertakes to build a new property within 4 years, in which case a flat registration duty of EUR 125 would apply.

...subject to other cost considerations

Similarly to other jurisdictions, conveyance of property in France is a monopoly and therefore mandatorily requires the deed to be signed by a French notary. This is also the case for any documentation required to be published in the land and charges register, such as contractual mortgages (*hypothèques conventionnelles*) and lender's liens (*privilèges de prêteur de deniers*), but also easements and merger deeds if the

disappearing entity holds real estate in France. Notary deeds are subject to a fixed tariff amounting to 0.825% (plus VAT) of the purchase price (in the case of a property sale and purchase) or of the value of the underlying obligation (e.g. for the registration of a mortgage the tariff is 0.825% of the amount of the mortgage). The notary fees are negotiable for the fraction exceeding EUR 80,000, but discounts are limited in practice.

Share transactions, on the other hand, do not require the participation of a notary and therefore the 0.825% cost on the value of the underlying property does not apply.

In terms of financing, share transactions are slightly more difficult to structure. Indeed, French law restricts the use of upstream guarantees, since a target company may not pledge its assets (regardless of the form of the *in rem* security: mortgage, pledge of bank accounts, assignment of rents...) to secure the financing of the acquisition of its own shares. In other words, the assets of the target company can only be used to secure the refinancing of existing debts at the target company level (regardless of the nature of such debt, bank or intra-group, senior or subordinated). These principles are also in line with the corporate interest of the target company, which all actions of such target company must comply with.

In view of the above, the guarantees which third-party lenders will be able to enjoy upon closing of a share transaction, and therefore the cost of external financing to be put in place, will be dependent on the amount of existing debt to be refinanced at the target company level.

Should that amount be insufficient, the investor might think of various restructuring scenarios, such as merging the target company with the acquisition vehicle, in order to allow the bank debt and the assets securing the lenders to be at the same level of the corporate chain. This must however be considered care-

fully as it might entail adverse tax consequences.

In comparison, upon purchasing properties directly, investors are free to use as much leverage as they can obtain, and therefore charge the underlying property with lender's liens (*privileges de prêteur de deniers*). As a reminder, the cost of such security is less than that of contractual mortgages (*hypothèques conventionnelles*), since lender's liens (*privileges de prêteur de deniers*) are not subject to registration duties at the rate of 0.1% on the amount of the secured debt.

As a mitigating factor, when the debts being refinanced at the target company level upon closing of a share transaction are secured, French law provides the subrogation mechanism set out in article 1250 of the French Civil Code, whereby the securities may be transferred to the new creditor (i.e. the refi-

“In terms of financing, share transactions are slightly more difficult to structure.”

ancing party). In that event, the 0.1% registry duties do not apply.

...with various legal implications

Due to the monopoly of French notaries on the conveyance of properties located in France, property sale and purchase deeds are rather standardized documents, which are intended to be published in the land and charges registry. The notaries being privy to the conveyance deed, they are liable in relation to its validity and are therefore collectively guaranteeing its value as a title deed.

In the case of a share deal, however, the target company's title deed (and therefore liability claim against its notary) is passed on to the purchaser, which ensures the same efficiency as an asset deal as far as property ownership is concerned. Ownership of the transferred shares is not directly covered by a professional liability (except regarding due

diligence), but in most cases by a specific representation from the seller. In any event, the purchaser is entitled to claim the cancellation of the share sale and purchase in the event that the seller was not the rightful owner of the sold shares.

Because of their formal nature, French property conveyance deeds must be drafted in the French language, unlike share sale and purchase agreements.

In addition, sellers in asset deals have extensive information obligations and, in particular, conveyance deeds must contain specific technical reports (depending on the type of asset and on its location) regarding lead-poisoning risks, asbestos, house fungus, the energy performance of the property, the natural, technological and mining risks to which the property is subject, the presence of termites in the property, the condition of the gas and electricity installations,

and the condition of the water drainage system. Each of these reports is to be appended to the deed of sale in order to prove that the seller complied with its fair disclosure obligation, failing which its liability can be sought and, in certain cases, the sale and purchase cancelled.

Contrarily, in a share transaction, the seller is not to disclose any specific technical survey or report to the purchaser but, in practice, similar documents are produced and reviewed in the course of the purchaser's technical and legal due diligence.

Finally, asset deals are, in most cases, subject to legal pre-emptive rights, notably the urban pre-emptive right, which is generally in favor of the municipal authorities. Such rights must be waived before the transaction can validly be consummated, which implies delays (at least 2 months and up to 3 months regarding the urban pre-emptive right) ▶

and uncertainty (as the pre-emptive right might be exercised). This is also the case in the tenant's pre-emptive right, which was introduced for retail properties in France by the law n° 2014-626 dated June 18, 2014. Whereas the law itself provides a large number of exceptions (such as for portfolio transactions or regarding conveyance of mixed-use properties, or properties containing more than one retail unit), this new pre-emptive right might provide the concerned tenants with strong leverage and, in any event, might substantially delay the transactions in relation to which it applies.

On the contrary, pre-emptive rights tend to apply to only a limited number of share transactions. First of all, the urban pre-emptive right does not apply to share deals, except if the concerned corporate entity is a property-holding partnership (*société civile immobilière - SCI*) holding only one property, which would trigger the urban pre-emptive right if it were conveyed directly. In addition, the tenant's new legal pre-emptive right for retail units does not apply to share deals. Lastly, when contractual pre-emptive rights (or other similar mechanisms such as rights of refusal, rights of first offer...) have been agreed with third parties, they rarely envisage the case of a change of control and, even more rarely at ultimate beneficial owner level.

Liability – representations and warranties

Obviously, purchasing shares in an existing corporate entity involves potential liabilities towards various stakeholders such as the tax authorities, employees or former employees or third-party creditors, which liabilities are not incurred in a direct property purchase. Hence the need for a broader due diligence, covering not only the property itself, but also the financial, tax and legal status of the target company.

Investors can enjoy structural protection against the concerned risks in the event that (i) the target company is a

limited liability entity and/or (ii) if the acquisition vehicle is a limited liability entity. In such cases, only the equity is at risk.

From a practical standpoint, it is frequently the case that corporate entities being the object of a share deal are single-purpose vehicles set up for the acquisition and holding of the underlying property. Therefore, the additional risks by comparison to a direct property acquisition are often limited to tax issues (and, in practice, often the 3% real estate annual tax set out in articles 990 E et seq. of the French Tax Code).

“Because of their formal nature, French property conveyance deeds must be drafted in the French language, unlike share sale and purchase agreements.”

In addition, share sale and purchase agreements can be designed to cover specific as well as general risks by way of representations and warranties granted by the seller. Representations and warranties also exist in property conveyance deeds. However, share transactions offer much more flexibility in that field for several reasons.

While representations and warranties in property conveyance deeds are only subject to applicable statutes of limitations (which can be up to 30 years for ownership title matters), specific durations are generally negotiated in share transactions in order to match the practical needs and constraints of the parties, such as the limited duration of investment funds.

The amounts which can be claimed by the purchaser under a share purchase agreement are also generally subject to negotiated individual thresholds, collective *de minimis* and caps, which is not the case in property conveyance deeds.

It should also be noted that representations and warranties in property conveyance deeds are seldom backed by

counter-guarantees or cash escrows, which is not necessarily an issue if the seller is a solvent entity, but more problematic in the presence of a single-purpose vehicle which will promptly distribute the sale proceeds to its shareholders. In share transactions, on the contrary, efficient counter-guarantees are customarily negotiated in the form of cash escrows (with decreasing amounts if necessary) or third-party guarantees (whether granted by a bank or a solvent group entity).

Asset deals and share deals each have specific features making them more or less advantageous to investors, de-

pending on the context of the projected transaction. In a vast majority of cases, the decision to opt for one solution or the other is made by the seller. However, because the balance of costs and benefits for either structure is frequently changing, depending on taxation rates, interest rates, amortization rules, market conditions and many other factors, it is essential to structure investments in a way that allows flexibility during the holding period as well as upon exit. ◀



Aurélie de Viry
Paris

adeviry@kslaw.com



Alexandre Couturier
Paris

acouturier@kslaw.com

Stolpersteine im AIF-KVG-Zulassungsverfahren

Ein Praxisbericht



Erheblicher Zeit-, Verwaltungs- und Kostenaufwand geht mit dem AIF-KVG-Zulassungsverfahren einher – es bedurfte keiner hellseherischen Fähigkeiten, um dies bei Einführung des KAGB vorauszusehen.

Doch die Hürden und Fallstricke, die sich im Antragsverfahren in der Praxis zeigen, sind vielfach überraschend und betreffen im gleichen Maße sich auf dem Markt neu etablierende wie nach dem Investmentgesetz bereits zugelassene Kapitalverwaltungsgesellschaften. Einige der Themenkomplexe, die sich potentiell als Verfahrenshindernisse herausstellen könnten, sind im Folgenden skizziert.

Gesellschaftszweck und fachliche Eignung – passt das?

Als ein mitunter schwer passierbares Nadelöhr hat sich in der Praxis die Kongruenz zwischen dem Gesellschaftszweck der KVG und der fachlichen Eignung ihrer Geschäftsleiter erwiesen.

Bereits die Festlegung des Geschäftszwecks ist aufgrund des von der BaFin geforderten Detaillierungsgrades

eine Herausforderung für sich. Die bei Spezial-AIF bislang gebräuchlichen, möglichst weiten Anlagespielraum bietenden Formulierungen sind passé, vielmehr sind die Vermögensgegenstände, in die der AIF zu investieren beabsichtigt, im Gesellschaftsvertrag bzw. der Satzung enumerativ zu benennen.

Dies betrifft auch solche Vermögensgegenstände, die lediglich der Liquiditätsanlage des AIF dienen. Sind beispielsweise Wertpapiere im Gesellschaftsvertrag bzw. der Satzung als Investitionsgegenstand nicht aufgeführt, dürfen diese für Rechnung eines Immobilien-AIF nicht erworben werden, auch wenn sie lediglich der „Beimischung“ zwecks Anlage der Liquidität des AIF dienen. Insoweit werden bei der Formulierung des Gesellschaftszwecks die Weichen für die Inhalte der Vertragswerke der aufzulegenden AIF im Hinblick auf deren zulässiges Anlagespektrum gestellt.

Der Umstand, dass die BaFin ihre Verwaltungsauffassung zur konkreten Vertragsgestaltung während laufender Zulassungsverfahren aufgrund neuer Erkenntnisse ändert und diese noch dazu referatsabhängig uneinheitlich

vertritt, führt zu erheblicher Rechtsunsicherheit und kann Antragsverfahren nicht unwesentlich verlängern.

Die Komplexität der Bestimmung des Gesellschaftszwecks ergibt sich weiterhin daraus, dass die Anforderungen der BaFin an die fachliche Eignung der Geschäftsleiter zu beachten sind, die tendenziell gegenüber der früheren Verwaltungspraxis verschärft worden sind. Hierzu eigens für das KVG-Zulassungsverfahren nach dem KAGB erstellte Veröffentlichungen sowie aktuell laufende Konsultationen der BaFin helfen nur bedingt bis gar nicht weiter bei der eigenen Bewertung der fachlichen Eignung, da sich die BaFin hieran nicht zwingend gebunden fühlt, etwa dann, wenn es um die Plausibilisierung zur Aneignung fehlender Fachkenntnisse bei einem der mindestens zwei Geschäftsführer der AIF-KVG geht, die der Mitgeschäftsführer aber abdeckt.

Reicht die fachliche Expertise der Geschäftsleitung nach dem Ermessen der BaFin im Hinblick auf die für die AIF avisierten Investitionsgegenstände nicht aus, können Anpassungen des Gesellschaftszwecks erforderlich werden. Auch hier geraten wieder „Beimischungen“ im Rahmen der Liquiditätsanlage des Immobilien-AIF in den Blickpunkt, beispielsweise bei der Anforderung der BaFin nach ausgewiesener Wertpapierexpertise. Zwar erscheint es bei vernünftiger Betrachtung nicht sachgerecht, an dieser Stelle nicht zwischen einem Wertpapierfonds und einem Immobilien-AIF, der Wertpapiere lediglich als Liquiditätsinstrument hält, zu unterscheiden; einer solchen Argumentation zeigt sich die BaFin in der Praxis aber nur schwer zugänglich.

Geschäftsführer als Risikomanager?

Als eine weitere Hürde im Zusammenhang mit der Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsführer hat sich das Thema Risikomanagement erwiesen. ▶

Bei einer Immobilienfonds verwaltenden KVG fordert die BaFin auf Geschäftsleiterenebene nachgewiesene Expertise, die ganzheitlich sowohl das Immobilien- als auch das bereits in der Vergangenheit unter dem InvG regulierte Fondsgeschäft umfasst. Selbst BaFin-seitig als Experten im Immobilien-Risikomanagement anerkannte potentielle Geschäftsführer-Kandidaten laufen insoweit Gefahr, als das Risikomanagement einer KVG verantwortende Geschäftsführer abgelehnt zu werden, wenn die fondsspezifische Managementexpertise aus Sicht der BaFin nicht nachgewiesen ist. Auch bereits in der Vergangenheit als Geschäftsführer von Kapitalverwaltungsgesellschaften zugelassenen Personen kann unter Umständen die Befähigung zur Ressortverantwortlichkeit für das Risikomanagement abgesprochen werden.

Die Diskussion über die nur sehr beschränkt justiziable Ermessensentscheidung der BaFin zur fachlichen Eignung kann ein laufendes Antragsverfahren erheblich beeinflussen, sowohl in zeitlicher Hinsicht, jedoch vor allem im Hinblick auf entstehende Kosten und Aufwendungen. Insbesondere sich neu etablierende Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nach Auffassung der BaFin bereits zum Zeitpunkt der Antragstellung mit einer nicht unerheblichen Anzahl von Mitarbeitern (mindestens sieben Vollzeitkräfte) personell ausgestattet sein müssen, sind demnach gut beraten, diesem Thema besonderes Augenmerk zu schenken, um nicht unnötig mit (Personal-) Kosten belastet zu werden, bevor der Geschäftsbetrieb überhaupt starten kann.

Ungeachtet der Frage der fachlichen Qualifikation ist zu bemerken, dass der Komplex Risikomanagement einen

„Auch bereits in der Vergangenheit als Geschäftsführer von Kapitalverwaltungsgesellschaften zugelassenen Personen kann unter Umständen die Befähigung zur Ressortverantwortlichkeit für das Risikomanagement abgesprochen werden.“

„Erhebliche Kapazitäten werden durch die Erstellung des Geschäftsplans gebunden, der als Dreh- und Angelpunkt des KVG-Zulassungsantrags die geplante Geschäftstätigkeit und die hierfür im Einklang mit den regulatorischen Anforderungen implementierte Organisationsstruktur der KVG darzustellen hat.“

Schwerpunkt im Antragsverfahren darstellt, was sich auch darin äußert, dass die BaFin entgegen ihrer Veröffentlichungen das Risikohandbuch der KVG regelmäßig als Teil der Antragsunterlagen anfordert.

Sind Nebentätigkeiten erlaubt?

Dem besonderen Augenmerk der BaFin unterliegen Tätigkeiten, die die Geschäftsführung neben ihrer Organ-tätigkeit in der KVG ausübt. Soweit Geschäftsführer Nebentätigkeiten in anderen Unternehmen als der KVG ausüben, sind diese gegenüber der BaFin im Einzelnen offenzulegen. Aus der Begrifflichkeit folgt bereits, dass Nebentätigkeiten gegenüber der Geschäftsführung der KVG eine nur untergeordnete Rolle spielen sollen – hier ist der BaFin detailliert die zeitliche Beanspruchung für die beabsichtigten Nebentätigkeiten darzulegen. Im Übrigen ist dazu Stellung zu nehmen, ob potentielle Interessenkonflikte zwischen dem Amt als Geschäftsführer der KVG und den Nebentätigkeiten entstehen können und welche Vorkehrungen zu deren Vermeidung getroffen wurden.

Nichts geht ohne den Geschäftsplan

Erhebliche Kapazitäten werden durch die Erstellung des Geschäftsplans gebunden, der als Dreh- und Angelpunkt des KVG-Zulassungsantrags die geplante Geschäftstätigkeit und die hierfür im Einklang mit den regulatorischen Anforderungen implementierte Organisationsstruktur der KVG darzustellen hat.

Hier ist penibel darauf zu achten, dass das im Rahmen des KVG-Zulassungsantrags zusammengestellte Dokumentationskonvolut adäquat im Geschäftsplan reflektiert und zusammengefasst wird. Dies erfordert die Feinabstimmung mit sämtlichen Fachbereichen der KVG, was bei der Erstellung des Geschäftsplans sowohl hinsichtlich des veranschlagten zeitlichen Rahmens als auch bei der Planung des Personaleinsatzes berücksichtigt werden muss.

Im aktuellen Marktumfeld nicht unüblich sind Bestrebungen bereits etablierter Immobilien-Asset-Manager, ihr Geschäftsfeld zu erweitern und die Volllizenz als AIF-KVG zu beantragen.

Hier ist im Geschäftsplan auf die angemessene Gewichtung zwischen dem Management eigener Produkte und der in der Regel geplanten Fortführung der bisherigen Geschäftsaktivitäten als Immobiliendienstleister für Dritte zu achten. Diese Geschäftstätigkeiten sind zwar im Gesellschaftszweck einer AIF-KVG, die die kollektive Vermögensverwaltung zu betreiben hat, darstellbar, jedoch lediglich als Nebendienstleistung im Rahmen der entsprechenden Regelungen des KAGB. Dies muss im Geschäftsplan, insbesondere in den Planzahlen, entsprechend reflektiert werden.

Konzernstrukturen leicht gemacht
Auch die auf den ersten Blick einfach erscheinende Darstellung der Betei-

ligungsstruktur einer KVG kann sich im Einzelfall zu einem mühseligen Unterfangen entwickeln, insbesondere dann, wenn in der Gesellschafterkette Auslandsbezug besteht. Die Darlegung komplexer Konzernstrukturen in einer für das Antragsverfahren griffigen Form wird in vielen Fällen zur Fleißarbeit und nimmt im Hinblick auf die von der BaFin geforderte Dokumentation nicht selten Züge des bekanntermaßen regelmäßig extrem zeitaufwändigen Inhaberkontrollverfahrens an. Es ist insoweit dringend anzuraten, die diesbezüglichen Anforderungen in jedem Einzelfall genau zu prüfen und den Umfang der zu liefernden Unterlagen mit der BaFin zu diskutieren; es können durchaus erfolgreich Arbeitsaufwand und Kosten reduziert werden, wenn die Vorgaben der BaFin nicht ohne Weiteres hingenommen werden.

Prospektpflicht für Spezial-AIF

Im Rahmen der Vertriebsregelungen neu eingeführt für den Bereich der Spezial-AIF wurde die Informationspflicht nach § 307 KAGB. Da im Hinblick auf Form, Aufbau und Inhalt der gegenüber den Anlegern zu liefernden Informationen (noch) nicht auf bereits etablierte Marktstandards zurückgegriffen werden kann, besteht eine nicht unerhebliche Unsicherheit bezüglich dieses – haftungsrechtlich extrem sensiblen – Themas.

Die Informationen nach § 307 KAGB müssen nicht in einem ganzheitlichen Dokument zur Verfügung gestellt werden. Die Praxis entwickelt sich jedoch dahin, die Informationen in einem einheitlichen prospektähnlichen Dokument zur Verfügung zu stellen, was den KVG-Zulassungsprozess und auch das Vertriebsverfahren für den AIF verein-

facht. Im Übrigen kann erfahrungsgemäß insbesondere die Vollständigkeit der Informationen auf diese Weise leichter geprüft und die Aktualisierung der Informationen bei wesentlichen Änderungen verlässlicher gewährleistet werden.

Lohnt sich die Mühe?

Auch wenn sich das AIF-KVG-Zulassungsverfahren regelmäßig arbeitsintensiv gestaltet und in vielerlei Hinsicht Potential für Fallstricke und Stolpersteine bietet, so kompensiert doch der durch die Volllizenz für ein Unternehmen geschaffene Mehrwert die anfängliche Mühe: Die Sicherheit, die ein voll reguliertes, der Aufsicht unterliegendes Unternehmen bieten kann, wird im Markt sehr positiv aufgenommen. Aus Sicht desjenigen Anlegers, dessen Investitionsstrategie entscheidend auf die Auswahl des Asset Managers setzt, ist die Regulierung ein absolutes Muss. Demzufolge bietet die KVG-Lizenz denjenigen Dienstleistern, die von Investoren aufgrund ihrer Kompetenz und Qualität geschätzt sind, einen erheblichen Marktvorteil, wenn sie gegenüber ihren Kunden nunmehr ganzheitlich nicht nur Immobilien-Dienstleistungen erbringen, sondern auch die regulatorische Plattform stellen und damit das „Rundum-Sorglos-Paket“ aus einer Hand anbieten können.

Diese geschäftliche Chance nicht zu ergreifen oder zumindest zu erwägen, wäre fahrlässig – davon kann und darf der mit dem KVG-Zulassungsverfahren verbundene Aufwand nicht abhalten, der bei strukturierter und sorgsam vorbereiteter Herangehensweise beherrschbar ist. ◀

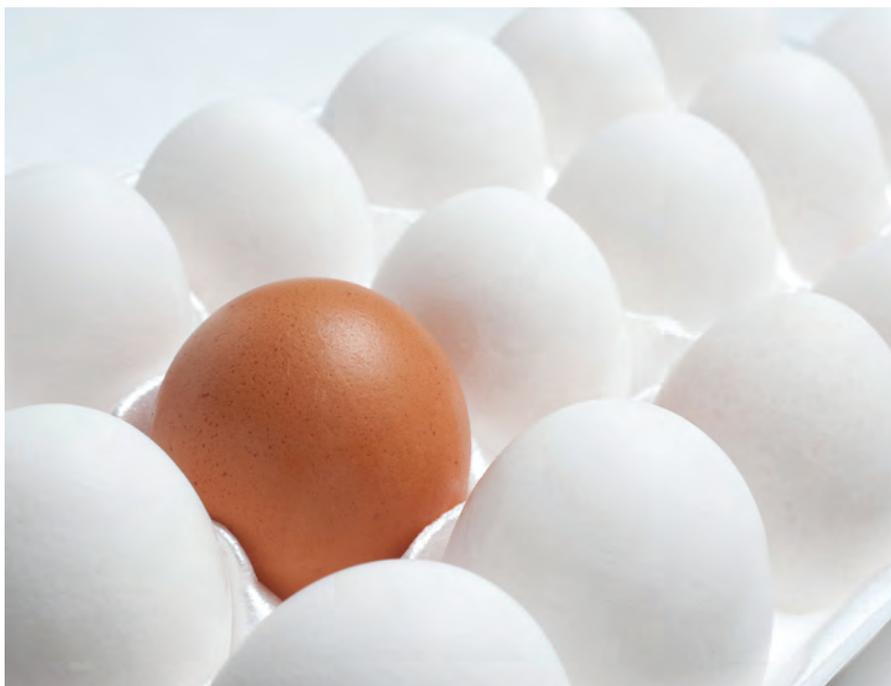


Nicole Bittingmayer
Frankfurt am Main

nbittingmayer@kslaw.com

Umwandlung eines Spezial-AIF in einen Publikums-AIF

Verdirbt ein faules Ei gleich den ganzen Brei?



Seit dem Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) herrscht in der Fondsindustrie große Besorgnis bezüglich der Qualifizierung eines Fonds als Spezial-AIF. Dies rührt aus der Unsicherheit, ob sich bei der Beteiligung eines Privatanlegers an einem als Spezial-AIF konzipierten Produkt dieser automatisch in einen Publikums-AIF umwandelt, selbst wenn sich die Beteiligung des Privatanlegers ohne Wissen und Wollen der zuständigen Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) vollzieht. Eintreten kann eine solche Situation tatsächlich, wenn z. B. ein Anleger Anteile an einem Spezial-AIF zeichnet, der zwar formal als semiprofessioneller Anleger kategorisiert wurde, aufgrund fehlerhafter Kategorisierung materiell jedoch Privatanleger ist, oder wenn ein Privatanleger entsprechende Anteile einfach auf dem Zweitmarkt erwirbt.

Der vorliegende Beitrag legt dar, dass diese Besorgnis unbegründet ist, sofern das Emissionshaus bei der Konzeption des Produkts Spezial-AIF die spezifischen Vorgaben des KAGB beachtet

und umsetzt.

Allgemeines zum Spezial-AIF

Das KAGB definiert den Spezial-AIF rechtlich als einen AIF, dessen Anteile aufgrund von schriftlichen Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder aufgrund der konstituierenden Dokumente des AIF nur von professionellen oder semiprofessionellen Anlegern erworben werden dürfen. Eine entsprechende Regelung zu der Kategorie der zulässigen Anleger erfolgt bei Sondervermögen in den Anlagebedingungen und bei Investmentgesellschaften in der Satzung bzw. dem Gesellschaftsvertrag.

Der Begriff des Publikums-AIF hingegen wird nicht positiv definiert. Hier begnügt sich der Gesetzgeber mit der negativen Einordnung, dass alle AIF, die keine Spezial-AIF sind, unter die Kategorie des Publikums-AIF fallen. Positiv formuliert bedeutet dies, dass Publikums-AIF solche AIF sind, deren Anteile aufgrund von schriftlichen

Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder aufgrund der konstituierenden Dokumente des AIF auch von Privatanlegern erworben werden dürfen.

Der Privatanleger wird vom Gesetzgeber als besonders schutzbedürftig eingestuft. In der Folge statuiert das KAGB für das für diesen vorgesehene Investitionsprodukt ein erhöhtes Maß an Aufsicht (wie z. B. das Genehmigungserfordernis der Anlagebedingungen durch die BaFin und die Pflicht zur Erstellung von Verkaufsprospekten und wesentlichen Anlegerinformationen), wobei es unerheblich ist, dass im Publikums-AIF auch andere als Privatanleger investieren können. Der im KAGB umgesetzte und durch die zugrunde liegende AIFM-Richtlinie als Regelungsziel vorgegebene Anlegerschutz ist somit im Kern weniger individuell ausgestaltet, als vielmehr auf bestimmte Anlegerkategorien in ihrer kollektivistischen Gesamtheit bezogen. Damit kommt der Anlegerkategorisierung maßgebliche Bedeutung zu.

Anlegerkategorisierung

Spiegelbildlich zur Definitionssystematik des KAGB für die Abgrenzung zwischen Spezial-AIF und Publikums-AIF, definiert der Gesetzgeber auch den Begriff des Privatanlegers nicht positiv. Vielmehr wird auch hier negativ angeordnet, dass jeder Anleger, der weder der Kategorie der professionellen noch der semiprofessionellen Anleger angehört, dem Kreis der Privatanleger zuzurechnen ist. Dabei sind alle drei Anlegerkategorien im Rahmen des klassischen Investmentrechts durch das KAGB neu geschaffen worden, denn nach dem ehemaligen Investmentgesetz war nur eine Differenzierung zwischen natürlichen und nicht-natürlichen Anlegern bekannt.

Die Kategorie des professionellen Anlegers wird im KAGB durch einen Verweis auf die Definition des „professionellen Kunden“ nach Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID-Richtlinie) definiert. Es handelt sich somit

um eine Kategorie, die bereits aus dem WpHG bekannt ist. Begrifflich hat sich hierbei die Unterscheidung zwischen Anlegern, die bereits aufgrund der Erfüllung bestimmter (Status-)Merkmale als professionelle Anleger „geboren“ werden (sog. geborene professionelle Anleger), und solchen, die auf Antrag zu professionellen Anlegern „gekoren“ werden (sog. gekorene professionelle Anleger), durchgesetzt.

Die Kategorie des semiprofessionellen Anlegers hingegen ist eine völlig neu geschaffene und dem nationalen Recht bisher unbekannt. Sie wird daher im KAGB ausführlich und umfassend rechtlich definiert. Abgesehen von den Personen, die bereits aufgrund ihrer Funktion als sog. *risk taker* einer KVG

(bei Investitionen in von der KVG verwaltete AIF) bzw. Mitglieder der Geschäftsführung oder des Vorstands einer extern verwalteten Investmentgesellschaft (bei Investitionen in die extern verwaltete Investmentgesellschaft) eingestuft werden, und denjenigen, die bereits aufgrund einer Mindestinvestitionssumme von 10 Mio. Euro als semiprofessionelle Anleger eingestuft werden, sind hier vor allem diejenigen Anleger von Interesse, die sich erst nach einer (nach dem gesetzlichen Idealbild) eingehenden Prüfung als semiprofessionelle Anleger qualifizieren. Hierzu müssen kumulativ fünf Voraussetzungen erfüllt sein:

Danach ist jeder Anleger ein semiprofessioneller Anleger,

- (i) der sich verpflichtet, mindestens 200.000 Euro zu investieren,
- (ii) der schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist,
- (iii) dessen Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse die AIF-Verwaltungsgesellschaft oder die von ihr beauftragte Vertriebsgesellschaft bewertet, ohne von der Annahme auszugehen, dass der Anleger über die Marktkenntnisse und -erfahrungen eines geborenen professionellen Anlegers im Sinne von Anhang II Abschnitt I der MiFID-Richtlinie verfügt,



- (iv) bei dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft oder die von ihr beauftragte Vertriebsgesellschaft unter Berücksichtigung der Art der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition hinreichend davon überzeugt ist, dass er in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen und die damit einhergehenden Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist, und
- (v) dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft oder die von ihr beauftragte Vertriebsgesellschaft schriftlich bestätigt, dass sie die unter (iii) genannte Bewertung vorgenommen hat und die unter (iv) genannten Voraussetzungen gegeben sind.

Während das Vorliegen der ersten Voraussetzung, also die Mindestzeichnungssumme von 200.000 Euro, objektiv leicht nachprüfbar ist, sind die übrigen Voraussetzungen zwar formal einfach zu erfüllen, bergen materiell aber besonderes Fehlerpotential in sich. So sind die schriftliche Mitteilung eines Anlegers, dass er über hinreichendes Risikobewusstsein im Zusammenhang mit der konkreten Investition verfügt, sowie die entsprechende schriftliche Bestätigung der entsprechenden KVG oder der Vertriebsgesellschaft schnell eingeholt. Ob allerdings diese formale Dokumentation tatsächlich mit der materiellen Lage übereinstimmt, sich der Anleger also tatsächlich über das entsprechende Risiko bewusst ist, steht auf einem anderen Blatt. Eine Antwort auf die Frage, was gilt, wenn formale Dokumentation und materielle Lage nicht übereinstimmen, enthält das KAGB nicht. Verschärft wird die Situation zudem dadurch, dass die gleiche Problematik auch im Fall des gekorenen professionellen Anlegers entstehen kann.

Bedeutung der Anlegerkategorisierung und der Differenzierung zwischen Publikums- und Spezial-AIF

Die Kategorisierung der Anleger hat entscheidende Bedeutung für den je-

weiligen AIF, in den investiert werden soll. Ihr Sinn und Zweck erschließt sich daher nur vor dem Hintergrund der Differenzierung zwischen Spezial-AIF und Publikums-AIF.

Besonders wichtig ist diese Differenzierung im Zusammenhang mit der Anlageverordnung und der Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung mit den darin festgelegten Anleger- und

„Die Kategorisierung der Anleger hat entscheidende Bedeutung für den jeweiligen AIF, in den investiert werden soll.“

Ausstellergrenzen im Zusammenhang mit Investitionen in Immobilien-AIF. Der unter Geltung des Investmentgesetzes für Versicherungen und Pensionsfonds geeignete Spezialfonds wird nunmehr abgelöst durch den offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen. Nach der nunmehr am 25. Februar 2015 verabschiedeten Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung und der Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung werden von der Immobilienquote Investitionen in Immobilien-Spezial-AIF jeglicher Art erfasst, während Publikums-AIF nur in der geschlossenen Form zulässig sind (die Investition in ein offenes Immobilien-Publikums-Sondervermögen kann im Rahmen der Immobilienquote in Höhe von 25 % nicht dem gebundenen Vermögen zugeführt werden; hier bleibt nur die Zurechnung zur offenen Quote mit nur 5 % bzw. mit Zustimmung der BaFin bis zu 10 %, die allerdings regelmäßig für andere Investments benötigt wird). Wollen sich daher zukünftig andere institutionelle Anleger (wie z. B. Stiftungen) auch weiterhin an einem für Versicherungen und Pensionsfonds aufgelegten Spezial-AIF beteiligen, müssen sie sich in eine entsprechende Anlegerkategorie einstufen lassen.

Zu beachten ist weiterhin die Besonderheit, dass auf KVGen, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten und bei denen die weiteren in § 2 Abs. 4 KAGB genannten Voraussetzungen vorliegen (also bei Vorliegen eines verwalteten Vermögens von nicht mehr als 100 Mio. Euro mit Leverage oder 500 Mio. Euro ohne Leverage) das KAGB nur in einer ganz abgespeckten Form Anwendung findet.

Daneben gibt es noch eine ganze Reihe weiterer Besonderheiten, in denen sich Publikums- und Spezial-AIF voneinander unterscheiden. So können zahlreiche Normen im KAGB, die für den Publikums-AIF zwingende Geltung beanspruchen, im Fall des Spezial-AIF abbedungen werden. Dies gilt beispielsweise für die Verfügungsbeschränkung zugunsten der Verwahrstelle über zum Immobilien-Sondervermögen gehörende Immobilien. Das KAGB ordnet sie zwingend nur im Hinblick auf Publikums-AIF an. Zwar verlautbarte die BaFin in einem Rundschreiben, dass die entsprechende gesetzliche Anordnung (entgegen dem ausdrücklichen Wortlaut) auch für den Spezial-AIF gelte, allerdings nur, wenn die entsprechende gesetzliche Regelung nicht in den Anlagebedingungen des Spezial-AIF abbedungen werde. Ferner gelten auch unterschiedliche Höchstgrenzen für Finanzierungen und Belastungen. Während hier für offene inländische Publikums-Sondervermögen eine Finanzierungs- und Belastungsgrenze von 30 % gilt (bzw. für geschlossene inländische Publikums-AIF von 60 %), liegt der entsprechende Grenzwert bei einem Spezial-Sondervermögen bei 50 %.

Weitere Besonderheiten ergeben sich im Bereich der Vertriebsvorschriften.

So klammert der Gesetzgeber z. B. den sog. passiven Vertrieb (d. h. auf den Vertrieb gerichtete Initiativen, die nicht auf Initiative der Verwaltungsgesellschaft oder in deren Auftrag erfolgen) an semiprofessionelle und professionelle Anleger bereits aus der Definition des Vertriebsbegriffs aus, wohingegen dieser im Falle von Privatanlegern offensichtlich erfasst wird.

Neben weiteren zahlreichen Unterschieden sind noch die unterschiedlichen Informationspflichten zu erwähnen, die gegenüber Privatanlegern einerseits und semiprofessionellen und professionellen Anlegern andererseits zu erfüllen sind. Entsprechend dem gesetzlich typisierten erhöhten Schutzbedürfnis sind für den Privatanleger ein umfangreicher Verkaufsprospekt sowie wesentliche Anlegerinformationen zu erstellen, wohingegen sich semiprofessionelle und professionelle Anleger mit den in § 307 KAGB enumerativ aufgezählten Informationen zufrieden geben müssen.

Die unterschiedliche Behandlung von Publikums- und Spezial-AIF einerseits und die strengeren Anforderungen, die gegenüber einem Privatanleger gelten, andererseits lassen ohne Weiteres erkennen, wie gravierend die Folgen sein können, würde sich ein als Spezial-AIF konzipierter AIF in einen Publikums-AIF umwandeln, wenn in bestimmten Konstellationen plötzlich ein Privatanleger investiert ist. Eine solche Rechtsfolge wäre fatal und würde den Interessen der Marktteilnehmer diametral entgegenlaufen.

Keine Umwandlung des Spezial-AIF

Diese Problematik hat der Gesetzgeber erkannt und seinen Willen sowohl im Gesetzeswortlaut als auch in der Gesetzgebungsgeschichte hinreichend deutlich zum Ausdruck gebracht.

So kommt es bereits nach der ausdrücklichen gesetzlichen Legaldefinition des Begriffs Spezial-AIF in § 1 Abs. 6 KAGB nur auf die entsprechende

Reglung in der Fondsdokumentation an. Wird hierin klar geregelt, dass die Anteile am betreffenden AIF nur von professionellen und semiprofessionellen Anlegern *erworben werden dürfen*, handelt es sich um einen Spezial-AIF. Wird diese formale Vorgabe korrekt umgesetzt, spielt es zur Qualifizierung eines AIF keine Rolle, ob nach den tatsächlichen Umständen auch ein materiell als Privatanleger einzustufender Investor Anteile hält, weil er von der AIF-Verwaltungsgesellschaft oder der von ihr beauftragten Vertriebsgesellschaft fehlerhaft als ein geeigneter Anleger kategorisiert wurde. Der Schutz eines fehlerhaft als für einen Spezial-AIF geeignet eingestuften Anlegers kann sich nicht zulasten der übrigen Anleger des betroffenen Spezial-AIF auswirken. In einem solchen Fall ist dem entsprechenden Anlegerschutzgedanken vielmehr im Rechtsverhältnis zwischen dem fehlerhaft kategorisierten Anleger und der Gesellschaft, die die fehlerhafte Kategorisierung zu vertreten hat, Rechnung zu tragen (abhängig von den Umständen des Einzelfalls kommen Schadensersatzansprüche des fehlerhaft kategorisierten Anlegers gegen die AIF-Verwaltungsgesellschaft oder die von ihr beauftragte Vertriebsgesellschaft in Betracht).

Für den weiteren, eingangs erwähnten Beispielsfall (dem Erwerb entsprechender Anteile an einem Spezial-AIF durch einen Privatanleger auf dem Zweitmarkt) gilt nichts anderes. Denn nach dem ursprünglichen KAGB-Entwurf sollte es zur Qualifizierung eines AIF als Spezial-AIF nach dem Wortlaut der vorgeschlagenen Definition entscheidend darauf ankommen, von welcher Anlegerkategorie die Anteile am betreffenden AIF *gehalten werden durften*. Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wurde sodann das Wort „gehalten“ durch „erworben“ ersetzt. Entsprechend der Gesetzesbegründung dient diese Änderung der Klarstellung, dass es für die Qualifikation des Anlegers als professionell oder semiprofessionell auf den Zeitpunkt des Erwerbs des Anteils am Investmentvermögen ankommt. Danach sind nach-

trägliche Änderungen in der Person des Anlegers nicht beachtlich. Wenn es schon unschädlich ist, dass der ursprüngliche Anleger später seinen Status verliert und zum Privatanleger wird, muss dies erst recht für einen Erwerber auf dem Zweitmarkt gelten.

Hierfür spricht auch die systematische Auslegung des Gesetzes. Der Anteil an einem Spezial-AIF kann auf dem Zweitmarkt nur so erworben werden, wie er existiert. Würde die Veräußerung auf dem Zweitmarkt an einen Privatanleger dazu führen, dass der Spezial-AIF zum Publikums-AIF wird, wäre darüber hinaus zu beachten, dass die Veräußerung an den Privatanleger letztlich ein „unzulässiger Vertrag zulasten Dritter“ wäre, da die übrigen Anleger plötzlich in einem völlig anderen Produkt investiert wären.

Fazit

Von Sonderfällen abgesehen (die insbesondere ausnahmsweise bei Vorliegen bestimmter Missbrauchsgestaltungen vorliegen können) kommt es für die Qualifikation als Spezial-AIF entscheidend auf die Fondsdokumentation an. Fehler in der Kategorisierung der Anleger oder nachträglich eintretende Änderungen in den Personen der Anleger können an einer einmal erfolgten Qualifizierung als Spezial-AIF nichts ändern. In einer solchen Konstellation bleibt daher der Brei für die übrigen Anleger auch weiterhin genießbar und wird gerade nicht verdorben. ◀



Güneyt Andac
Frankfurt am Main

candac@kslaw.com

Der grenzüberschreitende Vertrieb von AIF

Einleitung

Im Zeitalter der Globalisierung nimmt die Zahl der Sachverhalte, bei denen im Rahmen der Verwaltung und des Vertriebs von AIF keine ausländischen Berührungspunkte vorliegen, stetig ab. Entsprechend trifft das KAGB in den §§ 53 ff., 317 ff. umfassende Regelungen für grenzüberschreitende Sachverhalte. Solche liegen vor, wenn eine der folgenden Voraussetzungen erfüllt ist:

- der AIFM hat seinen satzungsmäßigen Sitz nicht in Deutschland oder
- der von dem AIFM verwaltete AIF unterliegt nicht deutschem Recht oder
- es wird nicht lediglich an Anleger im Inland vertrieben.

Hieraus ergibt sich eine Vielzahl von denkbaren Konstellationen, deren Behandlung im Rahmen des Vertriebs im Folgenden *in den Grundzügen* dargestellt werden soll. Zum Zwecke der Systematisierung sollen dabei zunächst die Fallkonstellationen untersucht werden, bei denen ein in Deutschland ansässiger AIFM den zu vertreibenden AIF verwaltet.

Fallkonstellationen bei Vertrieb durch einen in Deutschland ansässigen AIFM

Hier können zunächst die Sachverhalte als relativ unproblematisch abgeschichtet werden, bei denen der Vertrieb ausschließlich in Drittstaaten erfolgen soll, d. h. solche Länder, die kein Mitgliedstaat der EU oder ein Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum sind. Für diese Fälle trifft das KAGB schlicht keine Regelung. Die Zulässigkeit sowie ggf. die Modalitäten des Vertriebs in solche Drittstaaten richten sich nach dem Recht des jeweiligen Drittstaates. Soll in eine Vielzahl von Drittstaaten vertrieben werden, hat der AIFM im Übrigen sicher zu stellen, dass sämtliche Anforderungen des Rechts aller Drittstaaten jeweils erfüllt werden.

Soll ein AIF dagegen ausschließlich an Anleger in der EU oder einem Vertrags-

„Für inländische AIF sowie für EU-AIF ergibt sich seit Inkrafttreten des KAGB eine substantielle Vereinfachung des Vertriebs an professionelle Anleger in Form des sogenannten EU-Passes.“

staat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (im Folgenden zusammen: EU-Anleger) vertrieben werden, so ist danach zu unterscheiden, um welche Art von AIF es sich handelt. Für inländische AIF sowie für EU-AIF ergibt sich seit Inkrafttreten des KAGB eine substantielle Vereinfachung des Vertriebs an professionelle Anleger in Form des sogenannten EU-Passes. Es wird in diesem Fall dem AIFM nicht abverlangt, in sämtlichen für den Vertrieb in Frage kommenden Staaten ein separates Vertriebsanzeigeverfahren zu durchlaufen. Vielmehr ist ausreichend, dass der geplante Vertrieb der BaFin nach den relevanten Vorschriften des KAGB angezeigt wird, wobei die für den Vertrieb in Frage kommenden Staaten der BaFin mitzuteilen sind. Für den Fall der Erlaubniserteilung durch die BaFin gilt diese Erlaubnis auch für die relevanten übrigen Staaten, in denen der Vertrieb beabsichtigt ist. Die BaFin zeigt die Vertriebs Erlaubnis selbst den relevanten ausländischen Aufsichtsbehörden an und leitet diesen die Anzeigunterlagen weiter. Die vorgenannte Privilegierung erstreckt sich jedoch ausdrücklich nicht auf den Vertrieb an semiprofessionelle oder an Privatanleger. Diesbezüglich bleibt es dabei, dass sich die Zulässigkeit des Vertriebs nach den jeweiligen lokalen Rechtsvorschriften richtet und somit ggf. diverse Vertriebsanzeigeverfahren zu durchlaufen sind bzw. der Vertrieb in andere Staaten ggf. nicht zulässig ist, sofern das ausländische Recht einen Vertrieb an diese Personengruppen nicht erlaubt.

Gleiches gilt nach derzeitiger Rechtslage für den Vertrieb von ausländischen AIF (= AIF, die nicht dem Recht eines Mitgliedstaates der EU oder eines Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum unterliegen, AIF die dem Recht eines solchen Staates unterliegen sind im

Folgenden EU-AIF) innerhalb der EU an professionelle Anleger. Diesbezüglich hat die AIFM-Richtlinie eine recht eigenartige Regelung getroffen. Es ist grundsätzlich geplant, die Regelungen des EU-Passes ab ca. Ende 2015 auf den Vertrieb von ausländischen AIF auszudehnen. Diese Erweiterung soll jedoch davon abhängen, ob sich die Regelung des EU-Passes in der Praxis bis dahin bewährt hat. Sofern eine entsprechende positive Stellungnahme seitens der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA erfolgt, wird die Europäische Kommission einen entsprechenden Rechtsakt erlassen. Die relevanten Vorschriften zur Einführung des Drittstaatenpasses sind bereits jetzt im KAGB angelegt und würden mit Erlass dieses Rechtsaktes quasi automatisch „scharfgestellt“. Materielle Anforderung zur Nutzung des Drittstaatenpasses ist unter anderem, dass zwischen den relevanten EU-Aufsichtsbehörden und den Aufsichtsbehörden des Drittstaates so genannte Kooperationsvereinbarungen bestehen, durch die sichergestellt ist, dass den EU-Aufsichtsbehörden die Informationen hinsichtlich des ausländischen AIF zugänglich gemacht werden, die es ermöglichen, eine Aufsicht über diese AIF effektiv durchzuführen. Nach derzeitigem Stand sind bereits einige Dutzend solcher Kooperationsvereinbarungen abgeschlossen worden, unter anderem mit den USA, Kanada, Japan, Australien, Hong Kong und Singapur.

Auch sofern ein AIF ausschließlich im Inland vertrieben werden soll, ist danach zu unterscheiden, um welche Art von AIF es sich handelt. Im Fall eines inländischen AIF handelt es sich um einen rein innerdeutschen Sachverhalt, bei dem die nach dem KAGB auf den Vertrieb an (semi-) professionelle Anleger einerseits bzw. Privatanleger andererseits anwendbaren Vertriebs-

vorschriften Anwendung finden. Das KAGB erlaubt also bei innerdeutschen Sachverhalten bei Erfüllung der entsprechenden Voraussetzungen grundsätzlich den Vertrieb an alle denkbaren Anlegergruppen und beschränkt diesen nicht etwa auf professionelle Anleger. Der Vertrieb von EU-AIF ist privilegiert, soweit an professionelle oder semiprofessionelle Anleger vertrieben wird. Hier finden die Vorschriften des EU-Passes Anwendung. Der Vertrieb von ausländischen AIF an professionelle sowie semiprofessionelle Anleger im Inland schließlich ist trotz der Tatsache, dass die Regelungen zum Drittstaaten-Pass noch keine Geltung erlangt haben, auch zum jetzigen Zeitpunkt nach dem KAGB nach erfolgreichem Durchlaufen eines auf den Vertrieb in Deutschland bezogenen Vertriebsanzeigeverfahrens grundsätzlich möglich. § 329 KAGB regelt die entsprechenden Voraussetzungen. Ab Inkrafttreten der Regelungen zum Drittstaatenpass wird sich die Zulässigkeit des inländischen Vertriebs von Drittstaaten-AIF allein nach den dann diesbezüglich anwendbaren Vorschriften (§ 322 KAGB) richten.

Im KAGB finden sich dagegen keine Vertriebsvorschriften für den Vertrieb von ausländischen AIF an Privatanleger. Ein solcher Vertrieb soll nach dem Willen des Gesetzes bei Verwaltung durch einen AIFM mit Sitz in Deutschland offenbar nicht zugelassen werden.

Fallkonstellationen bei Vertrieb durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft im Inland

Sofern eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft den Vertrieb von inländischen AIF oder EU-AIF im Inland beabsichtigt, kann sie von den Erleichterungen des EU-Passes Gebrauch machen, sofern und soweit lediglich an professionelle und semiprofessionelle



Anleger vertrieben werden soll. Sie muss lediglich ein Vertriebsanzeigeverfahren in ihrem Heimatstaat durchlaufen. Die BaFin prüft lediglich, ob die zuständige Stelle des Heimatstaates ihr die Bescheinigung über die Erlaubnis zum Vertrieb sowie das Anzeigeschreiben übersandt hat. Für Privatanleger gilt diese Privilegierung wie bereits dargelegt nicht. Hier ist ein separates Vertriebsanzeigeverfahren in Deutschland zu durchlaufen. Das KAGB sieht ein solches Verfahren jedoch nur für den Vertrieb von EU-AIF an Privatanleger im Inland vor. Ein Vertrieb von inländischen AIF durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften ist damit offenbar ausgeschlossen.

Im Falle des Vertriebs von ausländischen AIF an professionelle und semiprofessionelle Anleger im Inland gilt wiederum (voraussichtlich) ab Ende 2015 eine Erleichterung durch Inkrafttreten der Regelungen zum Drittstaatenpass. Bis dahin ist ein separates Ver-

triebsanzeigeverfahren in Deutschland zu durchlaufen. Im Übrigen ist ein solches separates Vertriebsanzeigeverfahren zeitlich unbegrenzt hinsichtlich des Vertriebs an Privatanleger erforderlich.

Fallkonstellationen bei Verwaltung durch eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft

Ein Vertrieb inländischer AIF durch ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften ist zum jetzigen Zeitpunkt vom KAGB nicht vorgesehen und damit unzulässig. Voraussichtlich ab Ende 2015 ist ein solcher Vertrieb aber – soweit er sich an professionelle und semiprofessionelle Anleger richtet – gemäß den Regelungen des Drittstaatenpasses zulässig. Möglich ist aber bereits zum jetzigen Zeitpunkt ein Vertrieb von EU-AIF im Inland, und zwar grundsätzlich an alle in Betracht kommenden Anlegerklassen. Ab Ende 2015 wird ein solcher Vertrieb an professionelle und semiprofessionelle Anleger gleichfalls nur noch nach den Regelungen des Drittstaatenpasses zulässig sein. Für Privatanleger wird es dagegen bei der zwingenden Durchführung eines separaten Vertriebsanzeigeverfahrens in Deutschland bleiben. ▶

„Im KAGB finden sich dagegen keine Vertriebsvorschriften für den Vertrieb von ausländischen AIF an Privatanleger.“

Der Vertrieb von ausländischen AIF ist gleichfalls derzeit nach Durchführung eines separaten Vertriebsanzeigeverfahrens an Anleger im Inland zulässig. Wiederum werden die relevanten Vor-

schriften – soweit sich der Vertrieb an professionelle und semiprofessionelle Anleger richtet – ab Ende 2015 voraussichtlich nach den Regelungen des Drittstaatenpasses richten, während es

hinsichtlich des Vertriebs an Privatanleger bei den derzeit geltenden Regelungen bleiben wird.

Vertrieb von Feeder-AIF

Spezialregelungen werden vom KAGB hinsichtlich des Vertriebs von Feeder-AIF getroffen. Diese resultieren zum einen daraus, dass den zuständigen Aufsichtsbehörden im Rahmen der Vertriebsanzeige nicht lediglich Informationen zu dem zu vertreibenden Feeder-AIF, sondern auch hinsichtlich des korrespondierenden Master-AIF zur Verfügung zu stellen sind. Zum anderen ergibt sich bei Master-/Feeder-Konstellationen ggf. ein indirekter Auslandsbezug beispielsweise in dem Fall, in dem ein inländischer AIFM einen inländischen Feeder-AIF in Deutschland vertreiben will, dessen Master-AIF jedoch ausländischem Recht unterliegt. Dieser Auslandsbezug ist bei der Ausgestaltung des Vertriebsanzeigeverfahrens jeweils berücksichtigt worden.

Fazit

Die Regelungen im KAGB zum Vertrieb von AIF mit Drittstaatenbezug sind sehr komplex geraten. Dies schlägt auf die Handhabung der entsprechenden Sachverhalte in der Praxis durch. Wichtig erscheint es, Vertriebsgesichtspunkte nicht erst dann zu berücksichtigen, wenn die Vermarktung des betroffenen AIF konkret ansteht, sondern diese wie steuerliche Aspekte in die Entscheidung zur Domizilierung von AIFM und AIF einfließen zu lassen. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass hinsichtlich einiger Kombinationen von AIFM und AIF ein Vertrieb in Deutschland entweder generell oder hinsichtlich einzelner Anlegergruppen schlicht unzulässig ist. ◀



Dr. Sven Wörtberg
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com



US-Joint Ventures unter Beteiligung offener Immobilienfonds im Einklang mit dem KAGB



Viele deutsche offene und geschlossene Immobilienfonds schauen auf der Suche nach Investitionen wieder in Richtung USA. Joint Ventures zwischen deutschen Investoren und US-amerikanischen Immobilienunternehmen bieten sich an, um einem deutschen Investor dabei den Einstieg in den US-Markt zu erleichtern: Der deutsche Investor profitiert von der Immobilienexpertise des lokalen US-Joint Venture-Partners, der wiederum davon profitiert, dass er einen verlässlichen Finanzierungspartner erhält. Sowohl offene als auch geschlossene Alternative Investment Fonds (AIF) dürfen neben Direktinvestitionen in den USA grundsätzlich auch Beteiligungen an Gesellschaften erwerben, die in US-Immobilien investiert sind. Offene Immobilienfonds müssen dabei die Anforderungen des KAGB an Betei-

ligungen an Immobilien-Gesellschaften einhalten, was in der Praxis nicht selten eine Herausforderung darstellt. Offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen können eine Vielzahl der aufsichtsrechtlichen Anforderungen für die Beteiligung an Immobilien-Gesellschaften abbedingen. Daher sollte bereits bei der Gestaltung der Anlagebedingungen sorgfältig darauf geachtet werden, welche gesetzlichen Bedingungen abbedungen werden können und sollten, um ein späteres Joint Venture flexibler gestalten zu können.

Die KVG darf für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens eine Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft nur erwerben und halten, wenn die Anforderungen gem. §§ 234 ff. KAGB erfüllt sind. Dieser Beitrag befasst sich mit ausgewählten Problemen, die sich

aus diesen Anforderungen für US-Joint Ventures ergeben. Die in diesem Beitrag beschriebenen Vertragsregelungen sind typisch für US-Joint Ventures, so dass die Ausführungen hierzu, sofern nicht aufsichtsrechtlicher Natur, auch für US-Joint Ventures von geschlossenen AIF relevant sind.

Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung

Man unterscheidet zwischen einer Mehrheitsbeteiligung, bei der die KVG für Rechnung des Sondervermögens die für eine Änderung der Satzung erforderliche Stimmen- und Kapitalmehrheit hat, und einer Minderheitsbeteiligung, bei der dies nicht der Fall ist. Für Minderheitsbeteiligungen gilt eine Anlagegrenze von 30 Prozent des Immobilien-Sondervermögens. ▶

Das Erfordernis, dass die KVG für Rechnung des Sondervermögens bei Mehrheitsbeteiligungen die für eine Änderung der Satzung erforderliche Stimmen- und Kapitalmehrheit haben soll, stellt die KVG vor eine scheinbar unlösbare Aufgabe: Welcher Joint Venture-Partner würde sich darauf einlassen, dass die KVG die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag einseitig ändern und damit die ausgehandelte Geschäftsgrundlage verändern kann? Dieses Erfordernis kann von einem Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen abgedungen werden, was ratsam ist. Handelt es sich um einen Publikums-AIF oder Spezial-AIF (ohne feste Anlagebedingungen), so ist dieses Erfordernis unseres Erachtens unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck des Gesetzes auszulegen, da es in den USA schon gesellschaftsrechtlich nicht möglich ist, einer Partei die Macht einzuräumen, den Gesellschaftsvertrag einseitig substantiell zu ändern.

Typische Rechtsform eines US-Joint Ventures

Joint Ventures zwischen deutschen Investoren und US-amerikanischen Immobilienunternehmen werden in der Regel als Beteiligung an einer Limited Liability Company (*LLC*) oder Limited Partnership (*LLP*) aufgesetzt. Beide Gesellschaftsformen bieten den Gesellschaftern eine auf die Einlage beschränkte Haftung und sind steuerlich transparent, d. h. die Einkünfte der Gesellschaft werden erst auf der Ebene der Gesellschafter besteuert (es sei denn, man entscheidet sich durch das sog. Check-the-Box-Verfahren für eine Besteuerung als Körperschaft (*Corporation*)). Bei der Limited Partnership haftet der geschäftsführende Gesellschafter, der sog. General Part-

ner (vergleichbar mit dem Komplementär einer deutschen Kommanditgesellschaft) zwar unbeschränkt; als General Partner wird aber in der Regel eine Einzweck-Kapitalgesellschaft gewählt (z. B. eine Einzweck-Corporation oder *LLC*), so dass das Haftungsrisiko faktisch beschränkt wird (vergleichbar mit der deutschen GmbH & Co.). Geschäftsführender Gesellschafter des Joint Ventures wird in der Regel der US-Joint Venture-Partner sein, während der deutsche Investor in der Regel beschränkt haftender Finanzierungspartner ist, der über einen Katalog von Zustimmungsrechten die Geschäftsführung des Joint Venture-Partners kontrolliert. Die US-Joint Venture-Gesellschaft wird in der Regel nach dem gestaltungsfreundlichen Recht von Delaware gegründet und dann im jeweiligen US-Bundesstaat, in dem die erworbenen Immobilien belegen sind, als geschäftlich tätig registriert (sog. *doing business*).

Gesellschaftszweck – Beschränkung des Unternehmensgegenstands

Das KAGB verlangt, dass der Unternehmensgegenstand der Immobilien-Gesellschaft in ihrem Gesellschaftsvertrag oder in ihrer Satzung auf Tätigkeiten beschränkt ist, die die KVG für das Immobilien-Sondervermögen ausüben darf. Weiter darf die Immobilien-Gesellschaft nach ihrem Gesellschaftsvertrag oder ihrer Satzung nur die nach dem KAGB und den Anlagebedingungen erlaubten Vermögensgegenstände erwerben. Der KAGB-unkundige US-Joint Venture-Partner wird sich schwer darauf einlassen, eine Beschränkung im Unternehmensgegenstand zu akzeptieren, die einfach generell auf die im KAGB oder in den Anlagebedingungen erlaubten Tätig-



keiten oder Erwerbsgegenstände verweist. Andererseits stellt sich die Aufnahme der maßgeblichen Regelungen des KAGB oder der Anlagebedingungen direkt in den Gesellschaftsvertrag in der Praxis als Herausforderung dar, weil die erlaubten Tätigkeiten und Erwerbsgegenstände im KAGB an vielen verschiedenen Stellen zu finden und nicht immer klar umrissen sind. Der pragmatische Ansatz dürfte demnach sein, dass man den Unternehmensgegenstand auf das konkrete (nach KAGB und Anlagebedingungen erlaubte) Projekt bezieht und darüber hinaus alles erfasst, was für die Umsetzung und Förderung des Projekts dienlich ist oder damit im Zusammenhang steht.

Ausschluss der Nachschusspflicht und Verwässerungsregelungen

Nach dem KAGB muss durch die Rechtsform der Immobilien-Gesellschaft eine über die geleistete Einlage hinausgehende Nachschusspflicht ausgeschlossen sein. Dies ist bei den für US-Joint Ventures üblicherweise verwendeten Gesellschaftsformen (*Limited Partnership* und *Limited Liability Company*) unproblematisch. Das Erfordernis gilt nach allgemeinem Verständnis aber auch für eine vertragliche Nachschus-

„Joint Ventures zwischen deutschen Investoren und US-amerikanischen Immobilienunternehmen werden in der Regel als Beteiligung an einer Limited Liability Company (*LLC*) oder Limited Partnership (*LLP*) aufgesetzt.“



spflicht. Es ist also darauf zu achten, dass der Gesellschaftsvertrag keine Verpflichtung zur Erbringung zusätzlicher Einlagen vorsieht. Zusätzliche Kapitaleinlagen müssen also freiwillig sein. In der Regel wird es während der Dauer einer Beteiligung immer wieder Situationen geben, in denen die Gesellschaft zusätzliches Kapital benötigt, z. B. bei einer plötzlichen Mieterinsolvenz für die Kosten der Neuvermietung oder bei Wetterschäden für den nicht von der Versicherung gedeckten Anteil der Kosten für die Behebung der Schäden. Sollten keine Rücklagen in der Joint Venture-Gesellschaft vorhanden und eine Drittfinanzierung nicht oder nicht schnell genug erhältlich sein, muss das Kapital von den Gesellschaftern kommen, um Folgeschäden abzuwenden (z. B. Kündigung des Darlehens aufgrund der Verletzung der Auflagen im Darlehensvertrag oder eine weitere Beschädigung der Immobilie bei offenem Dach). US-Gesellschaftsverträge sehen für solche Fälle häufig vor, dass der zur Leistung der anteiligen Kapitaleinlage bereite Gesellschafter den Anteil des nicht zur Leistung bereiten Gesellschafters übernehmen darf. Um den leistungsbereiten Gesellschafter zu belohnen und den leistungsunwilligen oder -unfähigen Gesellschafter zur Leistung zu animieren, sieht der Ge-

sellschaftsvertrag häufig vor, dass die zusätzliche Kapitaleinlage mit einem hohen Vorzugszinssatz zu verzinsen und zu kapitalisieren ist, was zu einer Verwässerung des Anteils des nicht leistungswilligen oder leistungsfähigen Gesellschafters führt. Hier stellt sich dann die Frage, wann eine „freiwillige“ zusätzliche Kapitaleinlage letztlich dadurch zwingend wird, dass die ökonomischen Folgen für den nichtleistenden Gesellschafter so gravierend sind, dass er die zusätzliche Kapitaleinlage leisten muss, will er nicht den Wert seiner Investition gefährden. Hierbei muss aber auch berücksichtigt werden, dass zusätzliche Kapitaleinlagen in der Regel nur zur Abwendung von Schäden für die Gesellschaft abgerufen werden können, bei deren Ausbleiben ebenfalls mit erheblichen Wertverlusten bis hin zum Totalverlust der Investition gerechnet werden muss (z. B. wenn wegen eines Vertragsverstoßes in das Darlehen vollstreckt wird oder nicht reparierte Schäden zur Zerstörung der Immobilie führen). Je nach Gestaltung des Einzelfalles ist eine Verwässerungsregelung daher aufsichtsrechtlich nicht von vornherein ausgeschlossen.

Geschäftsführung, Zustimmungrechte und Kauf-Verkaufsregelungen bei Pattsituation (Deadlock)

Der US-Joint Venture-Partner wird üblicherweise die Rolle des geschäftsführenden Gesellschafters übernehmen, während der deutsche Investor von der Geschäftsführung ausgeschlossen wird, will er nicht den Status als beschränkt haftender Gesellschafter verlieren. Die KVG wird für das Immobilien-Sondervermögen einen möglichst weitreichenden Katalog an Zustimmungrechten verhandeln, der gewährleisten muss, dass die Beteiligung an der Immobiliengesellschaft aufsichtsrechtlich zulässig ist und bleibt. Insbesondere darf das US-Joint Venture nicht ohne vorherige Zustimmung der KVG über die Immobilie verfügen, sie beleihen oder zusätzliche Immobilien erwerben. Im Laufe eines Joint Ventures können sich die Interessen der

Joint Venture-Partner verändern oder sich sonstige Unstimmigkeiten oder Reibungen ergeben. Dies wiederum kann zu Uneinigkeiten bei wesentlichen Entscheidungen führen, die eine Auflösung des Joint Ventures erforderlich oder wünschenswert machen. Im Fall von Uneinigkeit in Bezug auf wesentliche Handlungen der Gesellschaft sehen US-Joint Venture-Verträge häufig eine sog. Kauf-Verkaufsregelung vor (*Buy-Sell*). Danach hat jeder Partner nach Eintritt bestimmter Umstände (z. B. bei einer Pattsituation in Bezug auf wesentliche Entscheidungen) das Recht, dem jeweils anderen Partner ein Angebot zu machen, den Gesellschaftsanteil des anderen Partners zu einem bestimmten Preis zu kaufen. Dieses Kaufangebot stellt gleichzeitig auch ein Verkaufsangebot des anbietenden Gesellschafters dar, dass der andere Gesellschafter den Gesellschaftsanteil des anbietenden Partners zum genannten Preis (bei ungleichen Gesellschaftsanteilen anteilmäßig angepasst) kaufen kann. Dies zwingt den anbietenden Gesellschafter dazu, bei der Preisfindung äußerst vorsichtig vorzugehen: wählt er einen zu niedrigen Preis, muss er damit rechnen, seinen Gesellschaftsanteil an den anderen Gesellschafter zu diesem niedrigen Preis verkaufen zu müssen, wenn der andere Gesellschafter das Verkaufsangebot annimmt. Ist der Preis zu hoch, muss er dies nicht befürchten, zahlt aber einen zu hohen Preis für den Anteil des anderen Gesellschafters. Das Funktionieren des Kauf-Verkaufs-Mechanismus setzt voraus, dass die Partner wirtschaftlich gleich stark sind. Weiß der anbietende Partner, dass der andere Partner nicht die Mittel hat, den Anteil des anbietenden Partners zu kaufen, kann er für sein Kaufangebot einen niedrigeren Preis wählen. Er muss dann nicht befürchten, den eigenen Anteil zu diesem niedrigeren Preis verkaufen zu müssen und kann den des anderen günstig erwerben. Dies kann auch aufsichtsrechtlich problematisch sein, wenn die KVG für Rechnung des Sondervermögens zur Abwehr des niedrigen Angebots eigentlich den Anteil des anbietenden Gesellschafters kaufen müsste, ihr ▶

die hierfür benötigten Mittel aber nicht zur Verfügung stehen. Dieser Konflikt kann dadurch entschärft werden, dass der wirtschaftlich schwächere Partner das Verkaufsangebot u. U. durch Finanzierung oder durch Einschaltung eines Dritten, der den Gesellschaftsanteil des anbietenden Gesellschafters zum Verkaufsangebotspreis übernehmen würde, doch annehmen kann. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht muss sichergestellt werden, dass die KVG ihren Gesellschaftsanteil (und den des anderen Gesellschafters) nach KAGB bewerten und ggf. zusätzlich benötigte Mittel einholen kann, bevor die Frist für die Annahme des Kauf-Verkaufsangebot abläuft.

Abberufung des geschäftsführenden Gesellschafters

In US-Joint Ventures kann der geschäftsführende Gesellschafter, also üblicherweise der JV-Partner, in der Regel nur bei schwerwiegenden Pflichtverstößen als solcher ausgewechselt werden, also regelmäßig nur bei grober Fahrlässigkeit, Untreue oder vorsätzlichem Fehlverhalten. Aus Sicht der KVG für Rechnung des Sondervermögens ist darauf zu achten, dass die Hürden für eine Auswechslung nicht zu hoch sind sowie dass eine mögliche Auswechslung nicht zu einer Verletzung der Kontrollwechselklausel in einem Finanzierungsvertrag führt (womit in der Regel so umgegangen wird, dass man die Zustimmung der finanzierenden Bank zur Auswechslung durch eine mit der KVG für Rechnung des Sondervermögens verbundene Gesellschaft von vornherein einholt).

Sicherstellung der Befugnisse der Verwahrstelle

Das KAGB verlangt in Bezug auf Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften, dass die Befugnisse der Verwahrstelle durch Vereinbarung zwischen der KVG und der Immobilien-Gesellschaft, also durch Vereinbarung mit dem Joint Venture sichergestellt werden. Hierzu gehören die Zustimmung der Verwahrstelle zu Verfügungen über die Beteiligung an

der JV-Gesellschaft (jedenfalls insoweit als es sich um ein Publikumssondervermögen handelt, bei Spezial-Sondervermögen ist unserer Ansicht nach die Zustimmung nicht erforderlich, wobei hierzu am Markt unterschiedliche Auffassungen vertreten werden) sowie – wenn es sich nicht um eine Minderheitsbeteiligung handelt – zu Verfügungen über die vom Joint Venture gehaltenen Vermögenswerte, also insbesondere die JV-Immobilien oder Beteiligungen an weiteren Immobilien-Gesellschaften oder zu Änderungen des Gesellschaftsvertrages oder der Satzung der Immobilien-Gesellschaft.

Zahlungen nur auf ein durch die Verwahrstelle überwachtetes Konto

Die KVG muss mit der JV-Gesellschaft vereinbaren, dass alle der KVG für Rechnung des Sondervermögens zustehenden Zahlungen unverzüglich auf ein durch die Verwahrstelle überwachtetes Konto zu zahlen sind.

Vermögensaufstellungen

Die KVG muss die JV-Gesellschaft vertraglich verpflichten, monatlich Vermögensaufstellungen bei der KVG und der Verwahrstelle vorzulegen und die Vermögensaufstellungen einmal jährlich anhand des von einem Abschlussprüfer mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses des Joint Ventures prüfen zu lassen.

Asset and Property Management

Das KAGB regelt, unter welchen Bedingungen Aufgaben der KVG an ein anderes Unternehmen ausgelagert werden können. Dabei gilt der Grundsatz, dass die KVG ihre Pflichten nicht durch Zwischenschaltung anderer Unternehmen umgehen darf. Die Bestimmungen zur Auslagerung gelten grundsätzlich auch für Minderheitsbeteiligungen, wobei unserer Ansicht nach der Charakter der Minderheitsbeteiligung zu berücksichtigen ist. Werden Aufgaben des Asset oder Property Managements des Joint Ventures an Dritte ausgelagert, so ist jedenfalls darauf zu achten,

dass auf JV-Ebene die investmentrechtlich relevanten Sachverhalte der (ggf. indirekten) Kontrolle der KVG für Rechnung des Sondervermögens unterliegen.

Vorkaufsrechte (Right of First Offer, First Refusal), Mitverkaufsrechte (Tag Along Rights) und Verkaufsbeschränkungen in Bezug auf die Beteiligung

US-Joint Venture-Verträge können vorsehen, dass ein Gesellschafter seinen Gesellschaftsanteil erst dem anderen Gesellschafter zum Kauf anbieten muss, bevor er ihn an einen Dritten verkaufen darf (*Right of First Offer*). Das Kaufrecht kann auch als Vorkaufsrecht ausgestaltet sein (*Right of First Refusal*). Grundsätzlich dürften derlei Rechte aufsichtsrechtlich zulässig sein, solange diese nicht dazu führen, dass ein Gesellschafter seinen Gesellschaftsanteil unter der KAGB-rechtlich erforderlichen Bewertung verkaufen muss. Allerdings können sich Vorkaufsrechte u. U. negativ auf die Fungibilität der Beteiligung auswirken, was berücksichtigt werden sollte. Ganz deutlich ist dies bei einem Mitverkaufsrecht (*Tag Along Right*), bei dem ein Gesellschafter seinen Gesellschaftsanteil nur dann an einen Dritten verkaufen darf, wenn der Dritte auch den Gesellschaftsanteil des anderen Gesellschafters zum selben Preis kauft. Denn dadurch werden Investoren, die nur Interesse am Kauf eines Gesellschaftsanteils haben, als Käufer ausgeschlossen, was den Kreis der möglichen Käufer für den von der KVG für Rechnung des Sondervermögens gehaltenen Anteil verringern kann. Mit Vorsicht sind auch Regelungen zu betrachten, die den potentiellen Käuferkreis zu sehr einschränken oder einen Verkauf der Beteiligung für einen bestimmten Zeitraum ausschließen. Hier kommt es auf den Einzelfall an, ob dies möglicherweise aufsichtsrechtlich problematisch ist (kann sich die KVG von ihrem Gesellschaftsanteil trennen, wenn dies aufsichtsrechtlich geboten ist, z. B. bei späterer passiver Verletzung von Anlagengrenzen?).

Verkaufsverfahren hinsichtlich der Immobilie

Sind sich die JV-Partner darüber einig, dass die vom Joint Venture gehaltene Immobilie zu einem bestimmten Zeitpunkt und Preis verkauft werden soll, so werden sie einen entsprechenden Beschluss fassen. Gibt es aber Uneinigkeit über den Zeitpunkt des Verkaufs oder die Höhe des Verkaufspreises, so sehen JV-Gesellschaftsverträge über das oben beschriebene Kauf-Verkaufsrecht (*Buy-Sell*) hinaus in der Regel vor, dass einer der JV-Partner ein Verkaufsverfahren zum öffentlichen Verkauf der Immobilie an Dritte initiieren kann. Bisweilen entsteht dieses Recht erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit, damit nicht von Tag 1 an ein Verkauf erzwungen werden kann. Das Verkaufsverfahren wird eingeleitet, indem der das Verkaufsverfahren initiiierende Gesellschafter das Joint Venture schriftlich auffordert, die Immobilie zu einem bestimmten Preis öffentlich zu vermarkten und zu verkaufen. Der in der Aufforderung angegebene Kaufpreis ist in der Regel durch Beifügung einer Maklerpreiseinschätzung (*Broker-Opinion*) oder eines Wertgutachtens zu plausibilisieren. Ist der andere Gesellschafter damit einverstanden, so findet der Verkauf statt. Ist er dies nicht, so liegt in der Aufforderung üblicherweise ein Angebot an den anderen JV-Gesellschafter, die JV-Immobilie zum genannten Kaufpreis zu erwerben, er erhält also ein Vorkaufsrecht. Wird das Vorkaufsrecht dann nicht innerhalb einer bestimmten Frist ausgeübt, so ist die Gesellschaft verpflichtet, die JV-Immobilie über einen bestimmten Zeitraum zu vermarkten und zum genannten Preis zu verkaufen. Kann der Preis nicht erzielt werden, so wird der Gesellschaftsvertrag entweder vorsehen, dass dann ein neues Verkaufsverfahren (u. U. nach Ablauf einer bestimmten Wartezeit) eingeleitet werden kann oder dass der genannte Preis auch geringfügig unterschritten werden kann (z. B. bis zu 10 Prozent). Aus aufsichtsrechtlicher Sicht ist darauf zu achten,

dass der KVG genügend Zeit verbleibt, die notwendigen Sachverständigen-gutachten nach KAGB einzuholen, bevor die Frist zur Ausübung des Vorkaufsrechts ausläuft. Auch muss geprüft werden, unter welchen Umständen ein Verkauf mit Abschlag zulässig sein kann. Wie schon beim Kauf-Verkaufsrecht ist auch hier zu berücksichtigen, dass das Vorkaufsrecht möglicherweise nicht geeignet ist, einen Verkauf zu einem Preis unterhalb der Sachverständigenbewertung zu verhindern, nämlich dann, wenn der AIF nicht die notwendigen Mittel hat, dieses auszuüben.

Gesellschafterdarlehen

Das KAGB erlaubt innerhalb bestimmter Grenzen, dass Immobilien-Gesellschaften auch durch Gesellschafterdarlehen kapitalisiert werden dürfen. Demnach sind Gesellschafterdarlehen der KVG für Rechnung des Sondervermögens zulässig, wenn die KVG am Joint Venture unmittelbar oder mittelbar für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens beteiligt ist, die Darlehensbedingungen marktgerecht sind, es ausreichend besichert ist und innerhalb von 6 Monaten nach Veräußerung der JV-Beteiligung zurückzahlen ist. Nach Ansicht der BaFin dürfen Gesellschafterdarlehen nur direkt von der KVG ausgereicht werden; wird eine Holdinggesellschaft zwischengeschaltet, so soll die Holdinggesellschaft nach Ansicht der BaFin keine Gesellschafterdarlehen an die JV-Gesellschaft begeben dürfen. Insgesamt dürfen die der Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Sondervermögens gewährten Darlehen 50 % der Verkehrswerte der im Eigentum der Immobilien-Gesellschaft stehenden Immobilien nicht überschreiten. Auf Fondsebene gilt eine Schranke von 25 % des Wertes des Sondervermögens in Bezug auf alle von der KVG für Rechnung des Sondervermögens gewährten Darlehen.

Kreditaufnahme und Belastung

Es ist darauf zu achten, dass durch die Darlehensaufnahme auf JV-Ebene die Fremdkapitalbeschränkungen des KAGB auf Fondsebene nicht verletzt werden, d. h. 50 % des Verkehrswertes der Immobilien bei Spezial-Sondervermögen und 30 % bei Publikums-Sondervermögen. Dabei sind die vom JV aufgenommenen Darlehen entsprechend der prozentualen Beteiligung der KVG an der JV-Gesellschaft zu berücksichtigen. Darüber hinaus muss sichergestellt werden, dass die Kreditaufnahme mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist, die Darlehensbedingungen marktüblich sind und die Verwahrstelle der Belastung der JV-Immobilie zustimmt.

Anlagegrenzen

Der Wert aller Vermögensgegenstände, die zum Vermögen der Immobilien-Gesellschaften gehören, an denen die KVG für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens beteiligt ist, darf 49 % des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht übersteigen, wobei 100 %ige Beteiligungen hierbei unberücksichtigt bleiben.

Fazit

Joint Ventures ermöglichen einen guten Einstieg in den US-amerikanischen Immobilienmarkt. Bei der Gestaltung der Beteiligung des JV-Gesellschaftsvertrags ist unbedingt darauf zu achten, dass die Anforderungen des KAGB erfüllt werden. Dazu ist es unerlässlich, die Regelungen des JV-Gesellschaftsvertrags im Detail zu verstehen. ◀

„Joint Ventures ermöglichen einen guten Einstieg in den US-amerikanischen Immobilienmarkt.“



Dr. Sebastian Kaufmann
Frankfurt am Main

skaufmann@kslaw.com

How Reliable Are Electronic Signatures under English Law?

Almost every single transaction these days seems to rely on disparate parties executing or signing documents remotely in different far-flung places. The days of the all parties closing meetings in the lawyer's office unfortunately seem to be very much a thing of the past. Does this matter? More particularly, in a multi-million or multi-billion transaction, do the documents work? If they have not been signed properly, they may well not work.

Old law used to rely on the presence of physical signatures on actual documents handed over at closing. What is more, with people in the same room signing negotiated documents, business used to be personal, immediate and actual. Today, it is so often impersonal, remote and virtual.

Law however, and not least English law, has always been adaptable to new challenges and technologies. The purpose of this article is to examine the most practical and efficient ways to make sure that the signatures obtained are indeed legally effective under English law. This article obviously assumes that the chosen jurisdiction for the transaction is under English law.

Agreement or deed

An agreement under hand merely needs to be signed by a person with authority to sign the agreement. So in the case of a company, it should be signed by a director of the company or another authorized signatory. Generally, only one signature from an authorized signatory needs to be applied to be binding.

However, with a deed, which is formally required for certain transactions, like the transfer of property, or where a longer limitation period (12 years) is required, or where a guarantee is required, then for a company two au-

“The fundamental question is whether or not the person who signed intended to be bound by what was signed.”

thorized signatories will be needed. For an individual the individual's signature must be witnessed by an independent witness as well.

Furthermore, it should be clear, for example, that the “deed” on its face has been executed as a deed. The standard drafting will most times say just that, but it is essential for the practitioner to ensure that this is indeed the case.

Actual electronic signatures

The high court just recently heard a case brought by the landlord of the celebrated chef Gordon Ramsay. GR fell out with his father-in-law, who used to have general discretion to run GR's business affairs, and who in that capacity had purportedly signed a lease of restaurant premises in London on behalf of GR as guarantor. Because of GR's fame and the number of documents he was regularly asked to sign, the business had bought and used a machine that did actually apply GR's signature to documents. That machine was in fact used to apply the signature for the lease guarantee. When the landlord sought to enforce the guarantee, GR claimed that his father-in-law exceeded the authority he had from the business, and said that he never intended to be bound by the guarantee anyway.

It is not normal to have electronic signing/writing machines, but the high court gave GR short shrift. His father-in-law was held to have acted within the course of his normal authority as a director of the business, and the guarantee signature was applied, as it had been many times otherwise. GR could not avoid his lease guarantee obligations.

PDF or emailed signatures

More often than not relevant signatures are provided by email and/or pdf soft copies of the originals. The fundamental question is whether or not the person who signed intended to be bound by what was signed. That is the old law as much as the current law. Can electronic pdf signatures be binding and effective under English law? Yes, but that fundamental question must still be capable of being answered. The problem is that the other elements that would be obvious in an actual physical signing cannot be easily verified remotely. So, for example:

- An email could be easily changed by someone else (not the signatory) without the recipient being aware of those changes;
- How does the recipient really know that the guarantor really did sign the document on his boat in the Caribbean?
- It is much harder to know for sure that the relevant person did indeed sign. You may still take comfort from the identity and details of the witness, and indeed the circumstances of the transaction, but that is more a case of commercial judgment than one of absolute certainty;
- It is no longer acceptable, since the Mercury case, for an obligor to sign just the last page of the document or indeed an earlier draft of the document and then to use the signature page to append to the final documents.

Witnesses

Certain documents, e.g. wills have particular witnessing requirements, but the general rule, and prudent practice, is that the person who witnesses a signature should be independent. In other words, if the circumstances under which the document was originally signed were ever challenged, would

“Old law used to rely on the presence of physical signatures on actual documents handed over at closing.”



it be possible for the obligor to allege then that he or she never intended to be bound by the relevant document? This will be easier for the obligor if there was some connection (e.g. family or business interests) between the obligor and the witness because of allegations of “undue influence” or conflicts of interest. The more independent the witness is, the better from every point of view.

The witness must actually see the original signature being applied to the document, and if not, the witness ultimately could be convicted for fraud, so it is not a matter to be taken lightly.

If a deed signed by an individual is not witnessed by an individual, it may only then take effect as a binding agreement as opposed to a deed. Depending on the circumstances, that may or may not be a fatal flaw to the intended transaction.

Attorneys

Under English law any person with legal capacity may appoint someone else

to act as his/her attorney. The general authority for this is under the Powers of Attorney Act 1971, and it is flexible and effective. The recipient can rely on the signature of the attorney as if it were the signature of the grantor of the power, as long as the power itself is in appropriate form, and itself complied with the necessary signing formalities. So for individuals this should be relatively straightforward.

For companies, at least for English companies, there is some legal debate as to whether a director, in his capacity as a director, can then delegate his own personal powers qua director to an attorney. While this is arguable, the better and recommended position is for the parties to ensure that the company itself (by two directors) executes a power of attorney appointing an individual attorney for one or more of the directors.

Legal opinions

It is common practice on significant transactions for legal opinions to be obtained for foreign obligors from law-

yers practicing in the relevant jurisdiction. Those opinions normally confirm that the obligor has power to bind itself by signing the documents and that those documents do actually bind the obligor.

The obtaining of a legal opinion is by itself a useful, if sometimes expensive, way of ensuring that the relevant parties did indeed sign and meant to sign what was intended to be signed.

In the event of a future challenge to the validity or indeed enforceability of the documents, the presence of the legal opinions will almost always have been a useful precaution.

Conclusion

Every transaction will stand or fall on its own facts and circumstances, always. However, modern technology does not obviate or avoid the English law. Quite the contrary, English law, English common law particularly, is inherently adaptable. The fundamental principles, as applied before the Internet and email, still apply:

- Is there a binding contract or deed?
- Did the parties to the document intend to be bound?
- How is that intention to be legally bound evidenced?
- Have the formalities for the signatures been implemented properly?

Answer all of those questions affirmatively, and there is no reason whatsoever for the integrity of the contract or deed to be impugned. This is of course always easy to say, but harder to effect in the heat of the moment when it is 2:22am. But that is the practice challenge! ◀



*Nigel Heilpern
London*

nheilpern@kslaw.com

Der materielle Managerbegriff

Kein Problem für die Service-KVG

Einleitung

Mit Inkrafttreten des KAGB am 22.07.2013 haben sich insbesondere im Zusammenhang mit der Auslagerung von Aufgaben der kollektiven Vermögensverwaltung diverse Neuerungen ergeben. Hierauf haben sich nicht nur geschlossene Fonds – die bisher keiner aufsichtsrechtlichen Regulierung unterlagen – neu einrichten müssen. Die zum Teil erheblich gestiegenen Anforderungen im Zusammenhang mit der Auslagerung von Verwaltungstätigkeiten, insbesondere aber auch hinsichtlich der Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements, haben zahlreichen Anlass zur Anpassung bzw. Umgestaltung von Auslagerungsverträgen gegeben. Insbesondere im Hinblick auf das Geschäftsmodell der Service-KVG waren zum Teil erhebliche Anpassungen bestehender Vertragsverhältnisse, aber auch Umgestaltungen in der Strukturierung zukünftiger Auslagerungsverträge erforderlich.

In Teilen der Literatur wird das Geschäftsmodell der Service-KVG seit Einführung des KAGB grundsätzlich in Frage gestellt. Im Ergebnis wird dies damit begründet, dass die Service-KVG Kernfunktionen der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements in so erheblichem Umfang auslagert, dass sie den gestiegenen Substanzanforderungen an eine KVG nicht mehr genügen. Nach dieser Auffassung soll der materielle Managerbegriff der AIFM-RL und des KAGB mithin erst dann erfüllt sein, wenn sowohl die Portfolioverwaltung als auch das Risikomanagement von ein und demselben Verwalter wahrgenommen wird.

Nach dem Wortlaut der AIFM-RL und des KAGB sowie ausweislich der Gesetzesbegründung zum KAGB ist allerdings bereits derjenige als AIFM oder KVG zu qualifizieren, der das Portfoliomanagement oder das Risikomanagement eigenverantwortlich und nicht aufgrund einer Auslagerung für einen oder mehrere AIF erbringt.

Dieser Beitrag wird die wesentlichen Argumente der Literaturmeinungen aufnehmen und sich mit diesen kritisch auseinandersetzen.

Materieller Managementbegriff: Vermeintlicher Widerspruch zwischen § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB und § 23 S. 1 Nr. 10 KAGB sowie Anhang I der AIFM-RL

Gemäß § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB liegt die Verwaltung eines Investmentvermögens vor, wenn mindestens die Portfolioverwaltung **oder** das Risikomanagement für ein oder mehrere Investmentvermögen erbracht wird.

Gemäß Anhang I der AIFM-RL sind die Portfolioverwaltung **und** das Risikomanagement als Anlageverwaltungsfunktionen von ein und demselben AIFM bei der Verwaltung eines AIF zu übernehmen. Gemäß § 23 S. 1 Nr. 10

muss die KVG aber aufgrund eigener fachkundiger Mitarbeiter in der Lage sein, die ausgelagerten Aufgaben wirksam zu überwachen.

Der vermeintliche Widerspruch, der sich aus dem „oder“ in § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB einerseits und dem „und“ in § 23 S. 1 Nr. 10 KAGB andererseits ergeben soll, ist jedoch keiner. Bei der Regelung des § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB handelt es sich um die Definition einer Erheblichkeitsschwelle, ab welcher ein Geschäftsbetrieb, der die Verwaltung von Investmentvermögen zum Gegenstand hat, nach Maßgabe des KAGB erlaubnispflichtig sein soll bzw. ab der eine Gesellschaft i.S.d. KAGB als KVG zu definieren ist. Ein erlaubnispflichtiger Geschäftsbetrieb soll hiernach schon dann vorliegen, wenn ein Verwalter entweder die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement erbringt (Erlaubnispflichtigkeit). Im Gegensatz

„Nach dem Wortlaut der AIFM-RL und des KAGB sowie ausweislich der Gesetzesbegründung zum KAGB ist allerdings bereits derjenige als AIFM oder KVG zu qualifizieren, der das Portfoliomanagement oder das Risikomanagement eigenverantwortlich und nicht aufgrund einer Auslagerung für einen oder mehrere AIF erbringt.“

KAGB ist dem Geschäftsbetrieb einer KVG die Erlaubnis zu versagen, wenn die KVG die Portfolioverwaltung erbringt, ohne auch das Risikomanagement zu erbringen. Dasselbe gilt auch für den umgekehrten Fall. Unter dem Begriff des Erbringens gemäß § 23 S. 1 Nr. 10 KAGB ist nicht die tatsächliche eigene Erbringung zu verstehen sondern die Befähigung beide Tätigkeiten ausüben zu können. Das heißt, entweder übt die KVG die Aufgaben der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements selbst aus oder sie lagert diese in dem nach § 36 KAGB zulässigen Umfang auf ein Auslagerungsunternehmen aus. In diesem Fall

zu § 23 KAGB ist im Rahmen des § 17 KAGB die tatsächliche eigenverantwortliche Erbringung durch eigene Leistung gemeint. Die Regelungen der Anlage I der AIFM-RL bzw. § 23 S. 1 Nr. 10 KAGB definieren im Gegensatz dazu die Voraussetzungen, ab wann ein nach dem KAGB erlaubnispflichtiger Geschäftsbetrieb einer KVG auch erlaubnisfähig ist (Erlaubnisfähigkeit).

Hätte der Gesetzgeber (und zuvor der Verordnungsgeber) die Schwelle des materiellen Managerbegriffs, also das Vorliegen einer KVG, so gewählt, dass erst bei der Wahrnehmung des Portfoliomanagements **und** des Risi-

komanagements von einer KVG und damit von einem erlaubnispflichtigen Geschäftsbetrieb auszugehen wäre, so wären all jene Verwalter, die lediglich die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement ausüben, unter dem Radar des KAGB geblieben. Das wiederum hätte aber dazu geführt, dass durch die Verteilung dieser Aufgaben auf mehrere Verwalter die Erlaubnis-

frei klar, dass ein solcher Zustand unzulässig ist, mit der Folge, dass die BaFin dagegen vorgehen kann und wird. Insbesondere § 17 Abs. 3 KAGB stellt klar, dass für jedes Investmentvermögen nur eine KVG zuständig sein darf, welche alleine für die Einhaltung der Anforderungen des KAGB verantwortlich ist.

Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF für jeden einzelnen der von ihr verwalteten AIF in eigener Verantwortung wahrnehmen. Sie kann dies entweder durch eigene Leistung tun oder die jeweilige Aufgabe in dem nach § 36 KAGB zulässigen Umfang an einen Dritten auslagern.

Die Definition der KVG i.S.d. § 17 KAGB zu erfüllen, bedeutet daher noch nicht, auch alle Anforderungen an die Erteilung einer Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb i.S.d. §§ 20 ff. KAGB erfüllt zu haben. Der eingangs benannte Wertungswiderspruch bzw. die Unvereinbarkeit von § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB mit § 23 S. 1 Nr. 10 KAGB bzw. mit der AIFM-RL löst sich somit bei Berücksichtigung des Stufenverhältnisses zwischen Erlaubnispflicht und Erlaubnisfähigkeit auf. Es muss daher zwischen der KVG mit nicht erlaubnisfähigem Geschäftsbetrieb und der KVG mit erlaubnisfähigem Geschäftsbetrieb unterschieden werden. Bereits erstere erfüllt jedoch den materiellen Managerbegriff. Der Gesetzgeber mag hinsichtlich der Definition der KVG nicht die glücklichste Lösung gewählt haben, er hat aber den Gedanken des materiellen Managerbegriffs nach Maßgabe der AIFM-RL richtig umgesetzt.



pflicht hätte umgangen werden können. Genau das sollte aber vermieden werden.

Das „oder“ in § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB kann aber in der Tat dazu führen, dass es Situationen geben mag, in denen die beteiligten Parteien in der Vergangenheit oder auch zukünftig aufgrund vertraglicher Konstruktionen einen Zustand geschaffen haben oder schaffen, in welchem sich nach Maßgabe der Definition des § 17 Abs. 1 S. 2 KAGB mehrere KVGen identifizieren lassen, die für ein und dasselbe Investmentvermögen eine erlaubnispflichtige Anlageverwaltungsfunktion erbringen. Das Gesetz stellt aber ebenso zweifels-

Zwischenergebnis

Nach dem materiellen Managerbegriff ist mithin KVG jedes Unternehmen, welches die Verwaltung eines Investmentvermögens i.S.d. § 17 KAGB betreibt.

Besteht eine Erlaubnispflicht, so stellt sich weiterhin die Frage, ob der Geschäftsbetrieb der KVG auch erlaubnisfähig ist. Eine KVG, der nach dem KAGB die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb erteilt werden soll oder erteilt wurde, muss die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement sowie nach Auslegung eines Rundschreibens der BaFin auch die administrativen Tätigkeiten sowie bei AIF-Tätigkeiten im

Zulässigkeit von Service-KVGen nach dem KAGB / Abgrenzung zur Briefkastenfirma

Die vorgenannten Literaturmeinungen kommen zu dem Ergebnis, dass Service-KVGen in ihrer bisherigen Prägung aufgrund der gestiegenen Substanzanforderungen des KAGB an KVGen im Allgemeinen nicht mehr zulässig seien. Service-KVGen würden den materiellen Managerbegriff nicht erfüllen, da sie die Kernaufgaben der Portfolioverwaltung bzw. des Risikomanagements nicht selbst wahrnehmen, sondern regelmäßig in erheblichem Umfang auslagern. Sie seien daher i.S.d. § 36 Abs. 5 KAGB und Art. 82 Level-II-VO auch nicht mehr als Verwalter eines AIF anzusehen. Das ist unzutreffend. ▶

Eine Service-KVG, die entweder die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement für einen oder mehrere AIF tatsächlich (eigenverantwortlich) selbst wahrnimmt, ist KVG i.S.d. KAGB und erfüllt damit auch den materiellen Managerbegriff. Damit alleine hat sie aber in der Tat noch nicht die Voraussetzungen erfüllt, auch eine Erlaubnis nach dem KAGB für ihren Geschäftsbetrieb zu erhalten. Auch eine Service-KVG muss grundsätzlich sowohl das Portfoliomanagement als auch das Risikomanagement für die von ihr verwalteten AIF (eigenverantwortlich) wahrnehmen. Das heißt, sie muss diese Aufgaben entweder selbst erbringen oder sie muss im Falle der Auslagerung die ausgelagerten Aufgaben durch eigenes fachkundiges Personal hinreichend überwachen.

Die Annahme, dass eine KVG automatisch nicht mehr als Verwaltungsgesellschaft eines AIF anzusehen sei, wenn sie die Kernaufgaben der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements nicht selbst ausübt, sondern ausgelagert hat, ist ebenfalls unzutreffend. Das KAGB lässt nämlich zweifelsohne sowohl die Auslagerung der Portfolioverwaltung als auch des Risikomanagements grundsätzlich zu. Mithin kann alleine der Umstand, dass das Portfoliomanagement bzw. das Risikomanagement ausgelagert wird, nicht automatisch zu der Annahme führen, dass eine KVG nicht länger als Verwaltungsgesellschaft angesehen werden kann und daher als Briefkastenfirma zu qualifizieren ist.

Für die Grenzen der zulässigen Auslagerung der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements kommt es nicht darauf an, ob Kernaufgaben dieser Bereiche ausgelagert wurden, sondern alleine darauf, inwieweit und mit welcher Gewichtung eine Auslagerung dieser Aufgaben erfolgt ist. Hierbei ist bei umfassender Betrachtung zu beurteilen, ob eine KVG noch als Verwaltungsgesellschaft des AIF angesehen werden kann oder ob sie als Briefkastenfirma zu beurteilen ist. Gemäß § 82 Abs. 1 Level-II-VO ist die KVG als Briefka-

stenfirma anzusehen, wenn sie – alternativ – (Art. 82 Abs. 1 a) Level-II-VO) die Fähigkeit verliert, die von ihr ausgelagerten Aufgaben durch eigenes fachkundiges Personal wirksam zu überwachen und die mit der Auslagerung verbundenen Risiken wirksam zu steuern, (Art. 82 Abs. 1 b) Level-II-VO) in zentralen Angelegenheiten, die in die Zuständigkeit der Geschäftsleitung fallen, keine Entscheidungsgewalt mehr hat oder sie im Zusammenhang mit der Umsetzung der allgemeinen Anlagepolitik und der Anlagestrategie keine Befugnis mehr hat, Geschäftsleitungsfunktionen auszuüben, (Art. 82 Abs. 1 c) Level-II-VO) ihre vertraglich gegenüber den Auslagerungsunternehmen gesicherten Rechte auf Einsichtnahme, Ermittlung oder Zugang oder ihr Recht zur Erteilung von Anweisungen verliert oder diese Rechte in der Praxis ausgeschlossen sind oder (Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO) Funktionen der Anlageverwaltung in einem Umfang übertragen hat, der die von ihr selbst wahrgenommenen Funktionen der Anlageverwaltung erheblich überschreitet.

Art. 82 Abs. 1 a) Level-II-VO

Für Art. 82 Abs. 1 a) Level-II-VO kommt es darauf an, dass die KVG in der Lage ist, die ausgelagerten Tätigkeiten durch eigenes fachkundiges Personal wirksam zu überwachen. Keinesfalls kann damit gemeint sein, dass eine KVG im Falle der Auslagerung ausreichend Personal auf der Ersatzbank sitzen haben muss, um die ausgelagerten Aufgaben im Notfall sofort wieder selbst übernehmen zu können. Gemäß § 36 Abs. 7 KAGB muss die KVG lediglich in der Lage sein, die ausgelagerten Aufgaben jederzeit wirksam zu überwachen. Auch Art. 82 Abs. 1 a) der Level-II-VO nimmt erst dann eine Briefkastenfirma an, wenn die KVG nicht mehr über die Fachkenntnis und das Personal verfügt, um eine wirksame Überwachung der ausgelagerten Aufgaben und die Steuerung der damit verbundenen Risiken sicherzustellen. Allerdings muss die KVG im Rahmen der Auslagerung und durch eigene

Notfallpläne dafür Sorge tragen, dass im Falle einer Schlechtleistung durch das Auslagerungsunternehmen eine Übernahme der ausgelagerten Aufgaben durch ein drittes Auslagerungsunternehmen oder die KVG selbst gewährleistet ist. Im Fall der Wiedereingliederung müsste die KVG dann auch das hierfür erforderliche Personal in einem überschaubaren Zeitraum wieder zur Verfügung stellen.

Art. 82 Abs. 1 b) Level-II-VO

Art. 82 Abs. 1 b) Level-II-VO bezieht sich auf die Geschäftsleitungsfunktionen und nicht auf die Kernaufgaben der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements. Zu den Aufgaben der Geschäftsleitung gehören gemäß Art. 60 Level-II-VO unter anderem die Verantwortung für die Umsetzung der Anlagepolitik für jeden AIF, die Überwachung der Anlagestrategie, die Überwachung der Einhaltung der Bewertungsgrundsätze und -verfahren sowie die Aufrechterhaltung einer nachhaltigen Compliance-Funktion (auch für den Fall, dass diese Compliance-Funktion ausgelagert wurde). Nach Maßgabe der InvMaRisk zählen hierzu auch die Verantwortung für die generelle Unternehmensplanung, -koordination, -kontrolle und die Besetzung der Führungskräfte. Die Funktionen der Geschäftsleitung dürfen grundsätzlich nicht ausgelagert werden.

Art. 82 Abs. 1 c) Level-II-VO

Die Verpflichtung der KVG zur vertraglichen Sicherung von Rechten auf Einsichtnahme und Ermittlung, das Recht auf Zugang sowie das Weisungsrecht gegenüber einem Auslagerungsunternehmen sind in jedem Auslagerungsvertrag umzusetzen. Hierbei ist auch dafür Sorge zu tragen, dass diese Rechte nach eigenem Ermessen der KVG ausgeübt werden können und ihre Ausübung nicht aufgrund der Vertragsgestaltung de facto gebundene Entscheidungen sind oder gar in der Praxis nicht ausgeübt werden können. Lagert eine KVG Aufgaben auf einen Dritten aus, so obliegt ihr in eigener

Verantwortung die Einhaltung aufsichtsrechtlicher Vorgaben durch das Auslagerungsunternehmen. Die Einhaltung dieser Anforderungen muss sie effektiv überwachen können, und sie muss steuernd eingreifen können, wenn aufsichtsrechtliche Vorgaben verletzt werden oder deren Verletzung droht. Die Haftung der KVG gegenüber dem Anleger wird gemäß § 36 Abs. 4 KAGB durch die Auslagerung einer Aufgabe nicht ausgeschlossen.

Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO

Die Frage, ob eine KVG i.S.d. Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO erheblich mehr Funktionen der Anlageverwaltung ausgelagert hat, als von ihr selbst wahrgenommen werden, dürfte nicht immer einfach zu beantworten sein. Die Bewertung hat nach qualitativen und quantitativen Kriterien zu erfolgen. Verwaltet eine KVG nur einen AIF und lagert die Portfolioverwaltung für diesen AIF vollständig aus, so wäre das vorstehende Kriterium erfüllt, wenn man der Portfolioverwaltung generell ein höheres Gewicht beimisst, als dem Risikomanagement. Eine solche Gewichtung der Portfolioverwaltung ist nicht ganz fernliegend, da sich unter objektiven Gesichtspunkten der Schwerpunkt bzw. das Wesen der Verwaltung eines Investmentvermögens eher in der Portfolioverwaltung dieses Investmentvermögens widerspiegelt, als in dem – sicherlich ebenfalls unverzichtbaren – Risikomanagement. Die von einer KVG etwa noch übernommenen administrativen Aufgaben haben für die vorstehende Gewichtung im Rahmen des Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO keine Bedeutung. Hier bleiben die zukünftige aufsichtsrechtliche Praxis ebenso wie eine etwaige Anpassung des Level-II-VO oder vergleichbare Maßnahmen durch die Europäische Kommission gemäß Art. 82 Abs. 2 Level-II-VO abzuwarten.

Verwaltet eine KVG mehrere AIF, so stellt sich die Frage, ob im Rahmen der vorstehenden Abwägung auf jeden einzelnen AIF abzustellen ist oder ob eine Gesamtbetrachtung aller von der



KVG verwalteten AIF stattzufinden hat. Die BaFin geht in ihren Hinweisen zur Auslagerung von einer Gesamtbetrachtung aller verwalteten AIF aus. Dies entspricht nicht ohne Weiteres dem Wortlaut des Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO, der zwar auch von einer Bewertung der gesamten Übertragungsstruktur spricht, bei den Einzelkriterien aber stets nur Bezug auf einen AIF nimmt. Geht man davon aus, dass sich die Auffassung der BaFin auch in der weiteren Verwaltungspraxis halten wird, macht es keinen Unterschied, ob eine KVG Einzel-AIF für einzelne Segmente oder einen Master-AIF für mehrere Segmente auflegt. In beiden Fällen dürfte eine Gesamtbewertung nach Maßgabe des Art. 82 Abs. 1 d) Level-II-VO zu den gleichen Ergebnissen führen. Hieraus ergibt sich jedoch, dass eine KVG – und dies gilt auch für Service-KVGs – die Portfolioverwaltung in einem erheblichen Umfang selber ausführen muss. Eine Vollausslagerung jeglicher Portfolioverwaltung für alle von der Service-KVG verwalteten AIF dürfte unzulässig sein.

Folgt man der Auffassung, dass keine Gesamtbetrachtung unter allen verwal-

teten AIF stattzufinden hat, sondern dass die Prüfung auf der Ebene eines jeden einzelnen verwalteten AIF zu erfolgen hat, so könnte es sich zukünftig mit dem Ziel größtmöglicher Flexibilität bei der Auslagerung anbieten, Einzel-AIF unter einem Master-AIF zusammenzufassen. So würde auch weiterhin eine Gesamtbetrachtung für alle verwalteten Anlagen ermöglicht werden. Hierdurch wäre es auch bei dieser Auffassung möglich, die Portfolioverwaltung für einzelne Segmente vollständig auszulagern und diese für die verbleibenden Segmente selbst auszuüben. Es wird sich zeigen, wie die Verwaltungspraxis zukünftig ihre Bewertung im Rahmen des Art. 82 Abs. 1 Level-II-VO vornimmt. Auch bleibt abzuwarten, ob der europäische Richtliniengeber zukünftig an dieser Stelle Anpassungsbedarf sieht. Art. 82 Abs. 2 Level-II-VO sieht jedenfalls eine konkrete Überwachung dieses Artikels im Lichte der Marktentwicklung und unter Umständen die Ergreifung notwendiger steuernder Maßnahmen durch die Europäische Kommission nach Ablauf von zwei Jahren vor. Dies wäre 2016 zu erwarten. ▶

Beratermodelle (Advisory-Modelle)

Die Auslagerung der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements ist in den Fällen des § 36 Abs.1 Nr. 3 KAGB auf eines der hiernach privilegierten Unternehmen ohne Weiteres zulässig. In allen anderen Fällen bedarf die Auslagerung von Anlageverwaltungsfunktionen der Genehmigung der BaFin. Zu Zeiten des § 16 InvG war die Auslagerung des Portfoliomanagements hinsichtlich Immobilien-AIF auf ein nicht der Finanzmarktaufsicht unterliegendes Unternehmen noch ohne Genehmigung der BaFin möglich. Dies hat sich mit der Einführung des § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB geändert. Grundsätzlich möglich ist – wie bereits an anderer Stelle ausgeführt – auch die vollständige Auslagerung der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements. Hierbei werden jedoch die Anforderungen an die Erteilung einer entsprechenden Genehmigung umso höher ausfallen, je umfangreicher Anlageverwaltungsfunktionen ausgelagert werden sollen. Sowohl die Gesetzesbegründung zu § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB als auch die BaFin-Hinweise zur Auslagerung stellen klar, dass die Auslagerung von Kernkompetenzen der KVG im Rahmen der Portfolioverwaltung (z. B. die Entscheidung über den Kauf und Verkauf von Vermögensgegenständen) auf der Grundlage einer Genehmigung die Ausnahme darstellen soll. Insofern steigen auch die Anforderungen an das Auslagerungsunternehmen mit der Bedeutung der ausgelagerten Aufgaben.

Soll aber z. B. die Fachkenntnis oder die Marktexpertise eines Dritten auch für Aufgaben des Portfoliomanagements nutzbar gemacht werden, zugleich aber eine Auslagerung der Portfolioverwaltung zur Vermeidung des Genehmigungserfordernisses bzw. der Lizenzierung unterbleiben, so bieten sich hierfür die herkömmlichen Beratermodelle (Advisory-Modelle) an. Beratermodelle sind ausweislich der BaFin-Hinweise zur Auslagerung unter Verweis auf Ziffer 9 der InvMaRisk auch weiterhin zulässig. Voraussetzung hierfür ist, dass der Berater gegen-

über der KVG – im Hinblick auf die gegenständliche Aufgabe der Portfolioverwaltung – ausschließlich Informationen und/oder Empfehlungen liefert, auf deren Grundlage dann die KVG bei eigenverantwortlicher Auswertung der Informationen und Empfehlungen ihre Anlageentscheidung für das Investmentvermögen trifft. Eine lediglich formale Kontrolle durch die KVG – z. B. einer durch den Berater erstellten Beschlussvorlage oder eines unterschiftsreifen Vertrags – wird hierfür nicht genügen. Aus der vertraglichen Vereinbarung zwischen dem Berater und der KVG müssen sich daher die Erbringung von Informationen und Empfehlungen durch den Berater einerseits und die eigenverantwortliche Prüfung und Auswertung dieser Informationen und Empfehlungen durch die KVG und deren Entscheidung auf Basis einer eigenen Beurteilung andererseits zweifelsfrei ergeben. Keinesfalls dürfen die entsprechenden vertraglichen Vereinbarungen zwischen der KVG und dem Berater im Ergebnis

„Tatsache ist jedoch, dass das KAGB höhere Anforderungen an die personelle und fachliche Ausstattung auch der Service-KVGen stellt, als dies noch das InvG getan hat.“

zu einer gebundenen Entscheidung der KVG im Hinblick auf die gegenständliche Aufgabe des Portfoliomanagements führen. Jede Anlageentscheidung muss im Rahmen eines Beratermodells im eigenen Ermessen der KVG erfolgen. Bei der Inanspruchnahme von Beratermodellen hat die KVG dafür Sorge zu tragen, dass sie selbst fachkundiges Personal in einer Anzahl beschäftigt, die der Annahme der eigenen Wahrnehmung der Portfolioverwaltung nicht widerspricht.

Ergebnis

Es zeigt sich, dass es nach wie vor erheblichen Gestaltungsspielraum im Rahmen der Auslagerung gibt, in welchem sich eine Service-KVG mit dem

Angebot ihrer Leistungen bewegen kann. Mitnichten ist das Geschäftsmodell der Service-KVG daher im Rahmen des KAGB grundsätzlich unzulässig. Tatsache ist jedoch, dass das KAGB höhere Anforderungen an die personelle und fachliche Ausstattung auch der Service-KVGen stellt, als dies noch das InvG getan hat. Auch Service-KVGen haben sich zukünftig darauf einzustellen, nicht nur unerhebliche Teile des Portfoliomanagements zumindest für einen Teil der von Ihnen verwalteten AIF – bzw. im Falle nur eines Master-AIF für einen Teil der Segmente des Master-AIF – selbst zu übernehmen. Die zukünftige Verwaltungspraxis im Hinblick auf die Bewertung, ob eine KVG wesentlich mehr Aufgaben der Anlageverwaltung ausgelagert hat, als sie selbst wahrnimmt, bleibt noch abzuwarten. Für die ausgelagerten Aufgaben hat die Service-KVG jedenfalls eine wirksame Überwachung und Risikosteuerung durch eigenes fachkundiges Personal sicherzustellen.

Um das Genehmigungserfordernis bei der Auslagerung von Anlageverwaltungsfunktionen zu vermeiden, bieten sich die in der Praxis bewährten Beratermodelle (Advisory-Modelle) an. Deren vertragliche Umsetzung bedarf jedoch im Hinblick auf die zwingende eigenverantwortliche Wahrnehmung der Portfolioverwaltung durch die beratene KVG einer erheblichen Aufmerksamkeit und Sorgfalt.



Olaf M. Jacobsen
Frankfurt am Main

ojacobsen@kslaw.com

Autoren dieser Ausgabe



*Güneyt Andac
Frankfurt am Main*

Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht

candac@kslaw.com



*Nicole Bittingmayer
Frankfurt am Main*

Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht

nbittingmayer@kslaw.com



*Dr. Andreas Böhme
Frankfurt am Main*

Finanzierungen;
Aufsichtsrecht

aboehme@kslaw.com



*Alexandre Couturier
Paris*

Immobilienrecht;
Finanzierungen

acouturier@kslaw.com



*Aurélia de Viry
Paris*

Steuerrecht

adeviry@kslaw.com



*Nigel Heilpern
London*

Immobilienrecht;
Finanzierungen

nheilpern@kslaw.com



*Olaf M. Jacobsen
Frankfurt am Main*

Immobilienrecht;
Aufsichtsrecht

ojacobsen@kslaw.com



*Dr. Sebastian Kaufmann
Frankfurt am Main*

Finanzierungen;
Immobilienrecht

skaufmann@kslaw.com



*Mario Leißner
Frankfurt am Main*

Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht

mleissner@kslaw.com



*Alexandra Weis
Frankfurt am Main*

Aufsichtsrecht;
Immobilienrecht

aweis@kslaw.com



*Dr. Sven Wortberg
Frankfurt am Main*

Immobilienrecht;
Aufsichtsrecht

swortberg@kslaw.com

King & Spalding Büros



ABU DHABI

Level 15, Al Sila Tower
Abu Dhabi Global Market
Square
PO Box 130522
Abu Dhabi
United Arab Emirates
T: +971 2 596 7000

ATLANTA

1180 Peachtree Street, NE
Atlanta, GA 30309
T: +1 404 572 4600

AUSTIN

401 Congress Avenue
Suite 3200
Austin, TX 78701
T: +1 512 457 2000

CHARLOTTE

100 N Tryon Street
Suite 3900
Charlotte, NC 28202
T: +1 704 503 2600

DUBAI

Al Fattan Currency House
Tower 2, Level 24
Dubai International Financial
Centre
P.O. Box 506547
Dubai
United Arab Emirates
T: +971 4 377 9900

FRANKFURT

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

GENEVA

7 Quai du Mont Blanc
CH-1201 Geneva
Switzerland
T: +41 22 591 0800

HOUSTON

1100 Louisiana
Suite 4000
Houston, TX 77002
T: +1 713 751 3200

LONDON

125 Old Broad Street
London, EC2N 1AR
T: +44 20 7551 7500

MOSCOW

Tsvetnoy Bulvar, 2
127051 Moscow
Russian Federation
T: +7 495 228 8500

NEW YORK

1185 Avenue of the Americas
New York, NY 10036
T: +1 212 556 2100

PARIS

12 Cours Albert 1er
75008 Paris
France
T: +33 1 7300 3900

RIYADH

The Law Office of Mohammad
Al-Ammar
in affiliation with
King & Spalding LLP
Kingdom Centre
20th Floor
King Fahad Road
PO Box 14702
Riyadh 11434
Saudi Arabia
T: +966 11 466 9400

SAN FRANCISCO

101 Second Street
Suite 2300
San Francisco, CA 94105
T: +1 415 318 1200

SILICON VALLEY

601 S. California Avenue
Palo Alto, CA 94304
T: +1 650 422 6700

SINGAPORE

Level 31
9 Raffles Place
Republic Plaza
Singapore 048619
T: +65 6303 6000

TOKYO

Level 15, Tokyo Bankers Club
Building
1-3-1, Marunouchi,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005
T: + 81345105600

WASHINGTON, D.C.

1700 Pennsylvania Avenue, NW
Suite 200
Washington, D.C. 20006
T: +1 202 737 0500

Unsere Immobilienkapitalmarktpraxis

Die globale Immobilienkapitalmarktpraxis

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

Unsere Immobilienkapitalmarktpraxis in den Vereinigten Staaten gehört dort zu den ältesten und erfolgreichsten des Landes. Mit Büros an den relevantesten Standorten berät unser Team das komplette Immobilienwirtschaftsrecht, das einschlägige Aufsichtsrecht ebenso wie alle REIT- und Fondsthemen in sämtlichen Bundesstaaten, Asset-Klassen und Konstellationen. Fast alle Partner der Praxis haben führende Rankings.

In Europa sind wir in London, Paris und Frankfurt als den Schlüsselstandorten des kontinentalen Immobilienkapitalmarkts mit eigenen Büros und jeweils führender Expertise im Immo-

bilienrecht, Aufsichtsrecht und bei der Fondsstrukturierung vertreten. Unsere Immobilienrechtsteams in Paris, London und Frankfurt werden seit vielen Jahren als Nummer Eins am Markt bzw. führend gerankt.

Die deutsche Praxis

Das im Oktober 2007 eröffnete deutsche Büro von King & Spalding hat sich innerhalb kürzester Zeit zu einem der erfolgreichsten anwaltlichen Immobilien- und Fondsmarktteilnehmer des Landes entwickelt. Gründe hierfür sind nach Auskunft unserer Mandanten unsere auf dem Markt einzigartige Branchenfokussierung, die Konzentration auf Beratungsfelder mit marktführender Expertise, die langjährige tagtägliche Praxiserfahrung hierin und außergewöhnliche Branchenkenntnis auch „von innen“.

Strategischer und praktischer Schwerpunkt unserer deutschen Praxis ist die spezialisierte und vollumfassende Beratung der deutschen Immobilienfondsindustrie bei der Gründung der KVG, bei der Strukturierung, Auflage, Verwaltung und Liquidation ihrer Fonds und Vehikel sowie im Recht der relevanten Assetklasse, insbesondere im Immobilienrecht. Zu unseren einschlägigen und ständigen Mandanten zählen – mit nur wenigen Ausnahmen – fast sämtliche Anbieter offener Immobilienfonds, hierunter die jeweiligen Marktführer bei Publikums- ebenso wie bei Spezial-Sondervermögen, sowie Verwalter geschlossener Fonds, Asset Manager, institutionelle Investoren und Verwahrstellen.

Natürlich vernachlässigen wir trotz und gerade wegen unserer Fokussierung keines der (sonstigen) Rechtsgebiete, die für unsere Mandanten in diesem Beratungsschwerpunkt relevant

sind, und beraten deshalb nicht nur im Aufsichtsrecht und Immobilienrecht, sondern auch im Gesellschafts-, Steuer- und Finanzierungsrecht sowie bei Rechtsstreiten (Prozesse und Schiedsverfahren) – maßgeschneidert für die Immobilien- und Fondsbranche.

Die deutsche Immobilienkapitalmarkt- und Fondspraxis von King & Spalding wird von den renommiertesten internationalen und deutschen Kanzlei-Handbüchern (hierunter Chambers, Legal 500, JUVE und Kanzleien in Deutschland) und Branchenmagazinen regelmäßig als eine der führenden des Landes bzw. Europas gerankt. Unsere Markteinschätzungen und Rechtsauffassungen im Immobilienfondsbereich gelten als meinungsbildend und in den relevanten Immobilien-, Fonds- und Wirtschaftsmedien meistzitiert.

Jüngst wurde die deutsche Immobilienfondspraxis von King & Spalding mit dem renommierten „immobilienmanager Award“ ausgezeichnet – als einzige Anwaltskanzlei, die diesen Branchenpreis erhielt. Zudem wurde King & Spalding als „Kanzlei des Jahres für Immobilienrecht“ für den JUVE Award nominiert. ◀

Kontakt

KING & SPALDING

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

