

**Institut für deutsches und
internationales Recht
des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz**

Center for German and international Law of Financial Services

Univ.-Prof. Dr. Peter O. Mülbert, Univ.-Prof. Dr. Uwe H. Schneider

Das neue Recht der offenen Immobilienfonds

DR. THOMAS PAUL, LL.M. (TULANE)
RECHTSANWALT, PARTNER HENGELER MUELLER

Arbeitspapier 2011

Anschrift: Institut für deutsches und internationales Kreditrecht an der
Johannes Gutenberg-Universität Mainz
Sitz: Wallstraße 11, 55122 Mainz
Tel.: 06131 / 39 31709
Fax: 06131 / 39 31718
Internet: www.institut-kreditrecht.de

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung	2
1. Überblick über die Neuregelungen	2
2. Der Begriff des „offenen Immobilienfonds“	4
3. Das bisherige Rücknahmeverhalten der offenen Immobilienfonds	5
II. Rücknahme von Anteilen	6
III. Aussetzung der Rücknahme von Anteilen	8
1. Aussetzung gemäß § 37 InvG	8
2. Aussetzung gemäß § 81 InvG	9
3. Beschlüsse der Anleger	12
4. Die Kündigung der Verwaltung des offenen Immobilienfonds durch die KAG	13
5. Abwicklung des offenen Immobilienfonds durch die Depotbank	14
IV. Ertragsverwendung	15
V. Begrenzung der Kreditaufnahme	15
VI. Bewertung von Immobilien	16
VII. Immobilien-Dachfonds	17
VIII. Übergangsfristen	18
IX. Ausblick	20
1. Aktueller Stand der ausgesetzten und der in Auflösung befindlichen Fonds	20
2. Anlageverhalten der institutionellen Anleger	20
3. Unbeantwortete Fragen zur Abwicklung von Immobilienfonds durch die Depotbank	22

I. Einleitung

1. Überblick über die Neuregelungen

Das Recht der offenen Immobilienfonds erfuhr im Rahmen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG)¹ wesentliche Änderungen, welche im Folgenden dargestellt und bewertet werden sollen.

Das AnsFuG verfolgt neben der Stabilisierung der offenen Immobilienfonds die folgenden drei weiteren Ziele:²

¹ Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vom 5. April 2011; BGBl. I vom 7. April 2011, S. 538 ff.

² Pressemitteilung des Bundesministeriums der Finanzen Nr. 8/2010 vom 2. März 2010.

- die Verbesserung des Anlegerschutzes vor Falschberatung (u.a. durch die Registrierung von Beratern);³
- die Einführung eines Beipackzettels für Finanzprodukte (dem sogenannten „PIB“ oder „Produktinformationsblatt“)⁴ und
- die Verhinderung verdeckter Übernahmen durch Anschleichen (durch Erweiterung der Transparenzpflichten).⁵

Die Neuregelung der offenen Immobilienfonds erfolgte unabhängig von einer EU-Richtlinie; sie war eine gesonderte deutsche Initiative als Reaktion auf massive Probleme einiger offener Immobilienfonds, welche die Rücknahme von Anteilen aussetzen mussten und zum Teil sogar zur Auflösung gezwungen waren.⁶

Die Änderungen des Rechts der offenen Immobilienfonds betreffen im Wesentlichen die folgenden Bereiche:

- die Rücknahme von Anteilen und deren Einschränkungen;⁷
- die Aussetzung von Anteilrücknahmen;⁸
- die Ertragsverwendung;⁹
- die Begrenzung der Kreditaufnahme¹⁰ und
- die Bewertung von Immobilien.¹¹

Außerdem werden durch das AnsFuG auch die Regelungen über die Rücknahme von Anteilen an sogenannten Immobilien-Dachfonds geändert.¹²

Häufig zu spät beachtet, aber von großer praktischer Wichtigkeit sind darüber hinaus die Übergangsvorschriften, die im Folgenden im Detail dargestellt werden sollen.¹³

Mittlerweile wurde das Investmentgesetz erneut geändert, und zwar durch das Gesetz zur Umsetzung der OGAW IV-Richtlinie.¹⁴ Diese Änderungen traten am 1. Juli 2011 in Kraft und beinhalten neben umfangreichen Änderungen für richtlinienkonforme Sondervermögen, den sogenannten OGAW, auch einige weitere Änderungen für Immobilienfonds. Hier ist an

³ §§ 34c, 34d Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

⁴ § 31 Abs. 3a WpHG.

⁵ § 25a WpHG.

⁶ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung A. II.

⁷ § 80c Investmentgesetz (InvG).

⁸ §§ 81, 81a, 81b InvG.

⁹ § 78 InvG.

¹⁰ § 80a InvG.

¹¹ § 79 InvG.

¹² § 83 Abs. 2 InvG.

¹³ § 145 InvG.

¹⁴ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG), Gesetz vom 22. Juni 2011, BGBl. I. S. 1126.

erster Stelle die Verpflichtung zu nennen, neben dem Verkaufsprospekt eine Art Kurzprospekt, genannt die „wesentlichen Anlegerinformationen“, beim Vertrieb einzusetzen.¹⁵ Diese wesentlichen Anlegerinformationen stehen an Stelle des oben genannten Produktinformationsblatts, das für andere Finanzinstrumente als Investmentfonds zur Verfügung gestellt werden muss.

Den Abschluss der Darstellung bildet eine eigene Stellungnahme und Bewertung der Frage, ob die offenen Immobilienfonds durch die neuen Regelungen tatsächlich nachhaltig stabilisiert werden können.

2. Der Begriff des „offenen Immobilienfonds“

Zunächst soll jedoch der Begriff des „offenen Immobilienfonds“ definiert werden. Darunter sind Sondervermögen¹⁶ zu verstehen, die das bei ihnen angelegte Geld in Immobilien anlegen.¹⁷ Diese Sondervermögen werden von einer Kapitalanlagegesellschaft¹⁸ (KAG) in der Form von Treuhandvermögen aufgelegt.¹⁹ Diese Treuhandvermögen haben keine eigene Rechtspersönlichkeit, sondern werden von einer KAG im eigenen Namen für Rechnung der Anteilhaber verwaltet.²⁰ Die KAG ist entweder die juristische Eigentümerin der Immobilien oder – insbesondere bei Auslandsimmobilien – Gesellschafterin von Immobiliengesellschaften, welche die Immobilien halten.²¹ Die Anleger sind wirtschaftliche Eigentümer und untereinander ähnlich einer Bruchteilsgemeinschaft organisiert.²²

Anders als bei unregulierten geschlossenen Fonds erfolgt die Anlage des Fondsvermögens nach dem Grundsatz der Risikostreuung.²³ So darf z.B. keine Immobilie mehr als 15% des NIW²⁴ des Fonds ausmachen und der Gesamtwert aller Immobilien, deren einzelner Wert mehr als 10% des NIW beträgt, darf 50% des NIW nicht übersteigen.²⁵

Darüber hinaus enthält das InvG detaillierte Regelungen für das Vorhalten von Mindest- und Höchstliquidität und deren Anlage sowie für die Kreditaufnahme. So sind mindestens 5% des NIW in liquiden Mitteln vorzuhalten, die für mögliche Anteilrücknahmen zur Verfügung stehen sollen.²⁶ Maximal darf die Liquidität 49% des NIW betragen,²⁷ weil ein

¹⁵ § 42 Abs. 2a InvG.

¹⁶ § 2 Abs. 2 InvG.

¹⁷ Also „Immobilien-Sondervermögen“ im Sinne des § 66 InvG.

¹⁸ Siehe Legaldefinition in § 2 Abs. 6 InvG.

¹⁹ § 75 InvG.

²⁰ § 31 Abs. 2 InvG.

²¹ Die zulässigen Vermögensgegenstände sind in §§ 67 und 68 InvG für Publikums-Immobilien-Sondervermögen abschließend aufgeführt.

²² *Beckmann*, in: *Beckmann/Scholtz, Investment, Ergänzungslieferung 2/07 – III.07*, § 30 Rdn. 23 ff.

²³ § 2 Abs. 2 in Verbindung mit § 1 Satz 1 InvG.

²⁴ „Netto-Inventarwert“, d.h. der gemäß § 36 Abs. 1 InvG zu ermittelnde Gesamtwert aller Vermögensgegenstände abzüglich aller aufgenommenen Kredite und sonstigen Verbindlichkeiten.

²⁵ § 73 Abs. 1 InvG.

²⁶ § 80 Abs. 1 Satz 2 InvG.

Immobilienfonds aus Gründen der Produktwahrheit und –klarheit überwiegend in Immobilien angelegt sein muss. Die Beschränkung der Kreditaufnahme und die durch das AnsFuG ausgelöste Neuregelung soll unter „V.“ im Einzelnen beschrieben werden.

Schließlich gelten besondere Vorschriften für die Bewertung der Fondsimmobilen durch unabhängige Sachverständige. Alle Immobilien, gleich ob direkt oder über Immobiliengesellschaften gehalten, müssen von unabhängigen Sachverständigen bewertet werden.²⁸

Eine besondere Charakteristik offener Immobilienfonds ist die Möglichkeit der Anleger, zumindest bis zum Inkrafttreten der hier darzustellenden Gesetzesnovelle, ihre Anteile grundsätzlich täglich zurückgeben zu können.

Dieser Beitrag behandelt ausschließlich Immobilien-Sondervermögen in der Form von Publikums-Sondervermögen, also Investmentvermögen, die ohne Einschränkungen für das Publikum erwerbbar sind. Daneben gibt es Immobilien-Sondervermögen auch in Form sogenannter Spezial-Sondervermögen (herkömmlich als „Spezialfonds“ bezeichnet), die nur institutionellen Anlegern offen stehen.²⁹ Auf solche Spezialfonds finden die darzustellenden Änderungen durch die Gesetzesnovelle vom April 2011 keine Anwendung, insbesondere nicht die Beschränkungen der Anteilrücknahmen.³⁰

3. Das bisherige Rücknahmeverhalten der offenen Immobilienfonds

Der erste offene Immobilienfonds, der „iii-Fonds Nr. 1“, wurde im Mai 1959 aufgelegt.³¹ In den folgenden fast fünf Jahrzehnten waren die offenen Immobilienfonds stets in der Lage, rücknahmewilligen Anlegern den auf sie entfallenden Anteil des Sondervermögens auszuzahlen, da nicht zuletzt durch die Ausgabe neuer Anteile stets ausreichend Liquidität vorhanden war.³² Im Dezember 2005 wurde erstmals – und nur für wenige Monate – die Rücknahme eines offenen Immobilienfonds („grundbesitz invest“) ausgesetzt,³³ nicht wegen unmittelbarer Liquiditätsengpässe, sondern wegen Unsicherheiten über die Immobilienbewertung (ähnlich dem „Uni-Immo Global“, der kurz nach der Fukushima-Katastrophe geschlossen und mittlerweile wieder geöffnet wurde).³⁴

²⁷ § 80 Abs. 1 Satz 1 InvG.

²⁸ § 77 InvG.

²⁹ § 2 Abs. 3 InvG.

³⁰ § 91 Abs. 3 und 4 InvG.

³¹ Eine kleine Investmentgeschichte – anlässlich des 40-jährigen Bestehens des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., S. 5 (abrufbar unter http://www.bvi.de/de/sonderseiten/bestellcenter/Downloads/2010_03_25_Eine_kleine_Investmentgeschichte_40_Jahre_BVI.pdf).

³² Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung A. II.

³³ Siehe Handelsblatt vom 14. Dezember 2005 (<http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/fonds-probleme-belasten-deutsche-bank/2588628.html>).

³⁴ Siehe Pressemitteilung der Union Investment Real Estate GmbH vom 16. Juni 2011 (http://www.bvi.de/de/presse/presseraum-offene-immobilienfonds/news/2011/2011_06_16_union.pdf).

Der Anlass für die hier darzustellende Gesetzesnovelle waren vermehrte Rücknahmeaussetzungen bei Immobilienfonds, welche nicht durch Probleme bei der Bewertung, sondern durch massive Rücknahmeverlangen der Anleger ausgelöst wurden.

Die erste Welle von Schließungen war eine Folge der Finanzkrise und folgte unmittelbar der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008; drei der damals geschlossenen Immobilienfonds werden mittlerweile liquidiert, ebenfalls ein Novum in der Geschichte der offenen Immobilienfonds.³⁵

Die zweite Welle folgte im Frühjahr 2010, nachdem Pläne des Bundesfinanzministeriums publik wurden, die einen zwangsweisen Bewertungsabschlag von 10% auf den von den Sachverständigen ermittelten Wert vorsahen, welcher beim Verkauf mit einem Preis über dem Verkehrswert zugunsten der Anleger aufgelöst sollte.³⁶ Nach heftiger Kritik der Immobilienfonds-Lobby³⁷ wurde dieser Bewertungsabschlag aufgegeben und ist in der am 8. April dieses Jahres in Kraft getretenen Investmentgesetz-Novelle nicht mehr enthalten.

Die Anwendbarkeit der neuen Regeln erfordert grundsätzlich eine vorherige Änderung der sogenannten Vertragsbedingungen, welche das Rechtsverhältnis zwischen der KAG und den Anlegern regeln.³⁸ Der Gesetzgeber hat den KAG'en für die Umsetzung der neuen Regelungen durch Änderung der Vertragsbedingungen eine Übergangsfrist bis Ende 2012 eingeräumt³⁹ (mit Ausnahme der Reduzierung der Kreditaufnahmegrenze von 50% auf 30% des NIW, welche erst am 1. Januar 2015 erfolgen muss).⁴⁰

II. Rücknahme von Anteilen

Die beiden Rücknahmewellen in 2008 und 2010 haben deutlich gemacht, dass das Problem der Fristeninkongruenz für viele KAG'en nicht mehr beherrschbar war. Die Fristeninkongruenz entsteht bei Immobilienfonds aus der zwangsläufig langfristigen und wenig liquiden Immobilienanlage auf der

³⁵ Mittlerweile (Stand 26. Oktober 2011) befinden sich insgesamt sieben Immobilienfonds in der Phase der Auflösung (siehe Börsen-Zeitung vom 26. Oktober 2011, S. 4).

³⁶ Siehe § 79 InvG in der Fassung des Diskussionsentwurfes des Bundesministeriums der Finanzen, Bearbeitungsstand 3. Mai 2010, 10.01 Uhr (http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_1940/DE/BMF__Startseite/Service/Downloads/Abt__VII/DiskE__Gesetz__Anlegerschutz__Verbesserung_20Funktionalit_C3_A4t_20Finanzm_C3_A4rkte,templateId=raw,property=publicationFile.pdf).

³⁷ Siehe nur Pressemitteilung des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. vom 6. Mai 2010 (http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2010/2010_05_06_Immobilien/pm_2010_05_06_immobilien.pdf).

³⁸ § 43 InvG.

³⁹ § 145 Abs. 2 InvG.

⁴⁰ § 145 Abs. 5 InvG.

einen Seite und dem Recht der Anleger auf jederzeitige tägliche Rücknahme ihrer Anteile auf der anderen Seite.⁴¹

Die meisten Fonds sahen bislang tägliche Rückgaben vor. Im Dezember 2007 wurde die Möglichkeit geschaffen, die Rücknahme auf einen Rücknahmetermin pro Monat zu beschränken, wenn der Anleger einen in den Vertragsbedingungen festgelegten Schwellenwert für eine Rücknahmeorder überschritten hat. Für diesen Fall mussten die Vertragsbedingungen zusätzlich eine Rückgabefrist vorsehen, die zwischen 1 und 12 Monaten liegen konnte.⁴²

Von dieser Möglichkeit haben jedoch nur wenige Immobilienfonds Gebrauch gemacht. Das neue Recht sieht nun vor, dass die Rücknahmen grundsätzlich nur zu den in den Vertragsbedingungen bestimmten Rücknahmeterminen erfolgen, mindestens aber einmal jährlich.⁴³

Darüber hinaus unterliegt jeder Anleger einer lock-up Frist von 24 Monaten, beginnend mit dem Datum des individuellen Erwerbs, innerhalb derer die Anteile nicht zurückgegeben werden dürfen.⁴⁴

Schließlich unterliegen Anteilrücknahmen zusätzlich einer 12-monatigen Rückgabefrist,⁴⁵ die allerdings bereits während der 24-monatigen lock-up Periode in Gang gesetzt werden kann.

Aus den Reihen der Fondsindustrie stammt die Annahme, Hauptschuldige für die massiven Rücknahmen seien institutionelle Anleger, die durch gleichgerichtetes Verhalten seit Oktober 2008 in hohem Maße Liquidität aus offenen Immobilienfonds abgezogen hätten.⁴⁶ Institutionelle Anleger sollen ihre überschüssige Liquidität in offenen Immobilienfonds geparkt und bei Bedarf kurzfristig wieder abgezogen haben.⁴⁷ Um gezielt diese Anlegergruppe in Zukunft von den offenen Immobilienfonds fern zu halten und die Attraktivität der Immobilienfonds für die Gruppe der sogenannten „Kleinanleger“ nicht zu vermindern, dürfen in Zukunft nur noch maximal

⁴¹ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung A. II., S. 18 linke Spalte.

⁴² Siehe § 80c Abs. 2 InvG in der Fassung des Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentgesetz) vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I vom 27. Dezember 2007, S. 3089 ff.).

⁴³ § 80c Abs. 2 Satz 1 InvG.

⁴⁴ § 80c Abs. 3 InvG.

⁴⁵ § 80c Abs. 4 InvG.

⁴⁶ Stellungnahme der Union Asset Management Holding AG anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des deutschen Bundestages am 1. Dezember 2010 zu dem Gesetzentwurf des AnsFuG, abrufbar unter <http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/197/Anlegerschutz-und-Funktionsverbesserungsgesetz.htm>.

⁴⁷ Stellungnahme der Verbraucherzentrale Bundesverband vom 28. Mai 2010 zum Diskussionsentwurf des AnsFuG vom 19. April 2010, abrufbar unter <http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/197/Anlegerschutz-und-Funktionsverbesserungsgesetz.htm>; siehe auch *Möllers/Wenninger*, Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, NJW 2011, 1697, 1702.

€ 30.000 im Kalenderhalbjahr ohne Berücksichtigung der vorgenannten Beschränkungen zurückgegeben werden.⁴⁸

Zum Beleg der Rückgabeberechtigung muss in Zukunft jeder Anleger mindestens den seiner Rückgabeerklärung entsprechenden Anteilbestand durchgehend für die gesamten, dem Rücknahmebegehren vorausgehenden, 24 Monate nachweisen, und zwar entweder durch einen Nachweis der depotführenden Bank oder auf eine andere in den Vertragsbedingungen vorgesehene Art und Weise.⁴⁹ Die Bestätigung durch die depotführende Bank soll sich hierbei an § 123 AktG orientieren;⁵⁰ diese Vorschrift regelt bei Inhaberaktien deutscher Aktiengesellschaften den Nachweis der Berechtigung zu Stimmrechtsausübung auf der Hauptversammlung.

Einige Details dieser Nachweispflicht sind noch nicht geklärt. So gelten die vorgenannten Regeln zwar eindeutig pro Anleger, doch kann freilich ein Anleger Depots bei mehreren Banken unterhalten. Anteile an offenen Immobilienfonds sind nahezu regelmäßig girosammelverwahrfähige Inhaberpapiere. Die depotführenden Banken aggregieren typischerweise alle Rücknahmeverlangen (wobei auch ein Netting mit Anteilzeichnungen erfolgt) und teilen diese, ohne Offenlegung der Anlegeridentität, der Depotbank des Immobilienfonds mit. Theoretisch könnten Anleger also durch Verteilung ihrer Fondsanlagen auf mehrere Depots die vorgenannten Rücknahmebeschränkungen unterlaufen. Dies ist praktisch nur dadurch zu vermeiden, dass auch die Identität der Anleger der Depotbank des Fonds mitgeteilt wird, welche dann zusätzlich prüfen müsste, ob ein Anleger nicht Anteile aus Depots bei anderen Banken zurückgegeben und damit die Grenze von € 30.000 überschritten hat. Auf diese Prüfung sind allerdings die Depotbanken bislang nicht vorbereitet, und sie dürfte in der Praxis auch einen erheblichen Mehraufwand bedeuten. Es bleibt abzuwarten, wie die Depotbanken in Zukunft mit dieser Herausforderung umgehen werden.

III. Aussetzung der Rücknahme von Anteilen

Die praktischen Erfahrungen der vergangenen zwei Jahre haben auch gezeigt, dass die Regelungen über die Aussetzung von Anteilrücknahmen verbesserungswürdig waren.

Das InvG sieht für Immobilienfonds zwei Möglichkeiten vor, um ihre Anteilrücknahmen auszusetzen:

1. Aussetzung gemäß § 37 InvG

Bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände, also z.B. bei Schließung der maßgeblichen Börsen oder der Unmöglichkeit einer ordentlichen Bewertung,

⁴⁸ § 80c Abs. 3 Satz 1 und Abs. 4 Satz 1 InvG.

⁴⁹ § 80c Abs. 3 Satz 3 und Abs. 4 Satz 2 InvG.

⁵⁰ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung A. II., zu Artikel 3, Nr. 7 b), § 80c Abs. 3, S. 27.

kann die Rücknahme für jeden Fondstyp des InvG ausgesetzt werden, wenn dies in den Vertragsbedingungen vorgesehen ist.⁵¹ Solche Rücknahmen unterliegen keinen besonderen Fristen; die KAG muss vielmehr die Anteilrücknahmen wieder aufnehmen, sobald die außergewöhnlichen Umstände nicht mehr bestehen. Während dieser Aussetzung ruht zwingend auch die Ausgabe neuer Anteile.⁵²

Die Rücknahmeaussetzung kann von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (im Folgenden „**BaFin**“) angeordnet werden, wenn dies im Interesse der Anleger erforderlich ist. Insbesondere kann die BaFin bei Immobilienfonds die Aussetzung der Rücknahme anordnen, wenn die KAG nicht ihrerseits die Rücknahmeaussetzung vornimmt, obwohl sie hierzu eigentlich gemäß § 37 InvG oder gemäß § 81 InvG verpflichtet wäre.⁵³

Sowohl die Mitte März 2011 erfolgte Rücknahmeaussetzung des „Uni-Immo Global“ wegen Bewertungsschwierigkeiten bei seinen japanischen Immobilien als auch die erste Rücknahmeaussetzung überhaupt im Jahre 2005 waren solche gemäß § 37 InvG.⁵⁴ Im Zusammenhang mit der Rücknahmeaussetzung im Jahre 2005 hat das LG Frankfurt, in der – soweit ersichtlich – einzigen veröffentlichten Entscheidung zur Zulässigkeit einer Rücknahmeaussetzung, festgestellt, dass bei massiven Rücknahmeverlangen die Interessen der verbleibenden Anleger höher zu werten seien als die Interessen der rückgabewilligen Anleger. Das Gericht sah im Vorliegen von Rücknahmeverlangen im Wert von mehreren 100% der durchschnittlichen monatlichen Rücknahmen einen außergewöhnlichen Umstand, der im Interesse der verbleibenden Anleger eine Aussetzung der Rücknahmen rechtfertigte.⁵⁵

2. Aussetzung gemäß § 81 InvG

Darüber hinaus gibt es eine Verpflichtung spezifisch für Immobilienfonds, die Rücknahmen auszusetzen, wenn die Mindestliquidität für Rücknahmen von 5% des NIW unterschritten wird.⁵⁶

Diese Rücknahmeaussetzung ist auf maximal 30 Monate begrenzt.⁵⁷ Bislang war diese Aussetzung auf 12 Monate befristet und konnte, wenn die Vertragsbedingungen dies vorsahen, was sie regelmäßig taten, um weitere 12 Monate verlängert werden.⁵⁸

⁵¹ § 37 Abs. 2 Satz 1 InvG.

⁵² § 37 Abs. 2 Satz 2 InvG.

⁵³ § 37 Abs. 3 InvG.

⁵⁴ Siehe oben I. 3.

⁵⁵ LG Frankfurt am Main, WM 2007, 2108 ff.

⁵⁶ § 81 Abs. 1 Satz 1 InvG.

⁵⁷ § 81 Abs. 3 Satz 3 InvG.

⁵⁸ § 12 Abs. 5 des zwischen dem BVI Investment und Asset Management e.V. und der BaFin abgestimmten Musters der Allgemeinen Vertragsbedingungen für Immobilien-Sondervermögen.

Nach Ablauf der 30-Monatsfrist muss die KAG entweder die Anteilrücknahmen wieder aufnehmen oder die Verwaltung des Immobilienfonds kündigen. Ansonsten geht das Immobilienvermögen per Gesetz auf die Depotbank über.⁵⁹ Die KAG würde in dieser Situation voraussichtlich ihr Verwaltungsmandat kündigen, da der Übergang des Immobilienvermögens auf die Depotbank mit erheblichen Nachteilen verbunden ist. Der Übergang des Immobilienvermögens löst nämlich Grunderwerbsteuern für in Deutschland belegene Immobilien⁶⁰ und in vielen anderen Jurisdiktionen ähnliche Transfersteuern aus. Außerdem dürfte die Kündigung regelmäßig zu einem Kündigungsgrund unter den Kredit- und Derivateverträgen führen, die für Rechnung des Immobilienfonds abgeschlossen wurden.

Anders als bei einer Aussetzung gemäß § 37 Abs. 2 InvG sind im Fall der Aussetzung wegen Unterschreitens der Mindestliquidität gemäß § 81 InvG die Ausgaben neuer Anteile möglich⁶¹ und, soweit dies unter Haftungsgesichtspunkten opportun erscheint, auch sinnvoll, um weitere Liquidität für Rücknahmen zu generieren. Allerdings gilt dies nicht, wenn die Aussetzung von der BaFin angeordnet wird.⁶²

Während die KAG Immobilien grundsätzlich nicht unter ihrem Verkehrswert verkaufen darf (es sei denn, es werden zwei oder mehr Immobilien an denselben Erwerber veräußert, in welchem Fall die Gegenleistung insgesamt die Summe des Verkehrswerts um nicht mehr als 5% unterschreiten darf),⁶³ sieht das Gesetz mit fortlaufender Dauer der Rücknahmeaussetzung die Möglichkeit steigender Rücknahmeabschläge vor.⁶⁴ Diese Regelung reflektiert die bisherige Verwaltungspraxis der BaFin. Allerdings hatte sich die BaFin bisher nicht auf die konkrete Höhe der Abschläge festlegen lassen.⁶⁵

Die einzelnen Phasen der Rücknahmeaussetzung lassen sich am besten durch ein Schaubild verdeutlichen:⁶⁶

⁵⁹ § 39 Abs. 1 InvG.

⁶⁰ § 1 Abs. 1 Nr. 3 Grunderwerbsteuergesetz in Verbindung mit § 39 Abs. 1 InvG, wonach das Sondervermögen per Gesetz im Falle des Erlöschens des Verwaltungsrechts der KAG auf die Depotbank übergeht.

⁶¹ Siehe nur *Zöll*, in: Beckmann/Scholtz, Investment, Ergänzungslieferung 6/10 – VI.10, § 81 Rdn. 21.

⁶² § 37 Abs. 3 Satz 2 in Verbindung mit § 37 Abs. 2 Satz 2 InvG.

⁶³ § 82 Abs. 1 Satz 3 InvG.

⁶⁴ §§ 81 Abs. 2 Satz 3 und Abs. 3 Satz 2 InvG.

⁶⁵ Zur Frage der Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens durch die Kapitalanlagegesellschaft während der Aussetzung der Rücknahme von Anteilscheinen nach § 81 InvG; Veröffentlichung der BaFin vom 6. Februar 2009 (http://www.bafin.de/nr_722564/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsgesentscheidungen/Wertpapieraufsicht/ae_090206_verauesserung_81InvG.html).

⁶⁶ Dieses Beispiel ist dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil. zu Artikel 3 Nr. 9 Buchstabe b) (S. 28) entnommen.



Die Darstellung geht von der Annahme aus, dass der Immobilienfonds halbjährlich Anteile zurücknimmt, und zwar jeweils zum 1. Januar und 1. Juli eines jeden Jahres.

Nach der ersten Rücknahmeverweigerung muss die KAG vorrangig versuchen, die Liquidität zu steigern, z.B. durch neue Anteilsausgaben. In dieser Phase gilt das grundsätzliche Verbot, Immobilien unter dem Verkehrswert zu verkaufen.

In den zweiten 6 Monaten der Aussetzungsphase muss die KAG alle Anstrengungen unternehmen (und dies auch dokumentieren), um Immobilien zu „angemessenen Preisen“ zu verkaufen, die auch „unwesentlich“ unter dem Verkehrswert liegen dürfen.⁶⁷ Das Gesetz definiert nicht, was unter „unwesentlich“ zu verstehen ist. In Anlehnung an die bisherige Verwaltungspraxis der BaFin wird man wohl von einem Wert von 3% des Verkehrswertes ausgehen müssen, wobei im Einzelfall auch denkbar ist, dass ein höherer Abschlag im Interesse der Anleger liegen kann.

Im 2. Jahr der Rücknahmeaussetzung darf der Abschlag vom Verkehrswert bis zu 10% betragen.

Im darauffolgenden Jahr sind Abschläge bis zu 20% möglich, allerdings nur für einen Zeitraum von 6 Monaten. Dann muss die KAG entweder ihr Verwaltungsmandat kündigen oder das Immobilienvermögen geht auf die Depotbank über.

⁶⁷ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 9 zu § 81 (S. 27f).

3. Beschlüsse der Anleger

Bislang sah das Investmentgesetz für Sondervermögen kein Mitspracherecht der Anleger bei der Verwaltung vor. Anleger konnten letztlich nur „mit den Füßen abstimmen“, also ihre Anteile zurückgeben, wenn sie mit der Verwaltung des Immobilienfonds oder der Änderung der Vertragsbedingungen nicht einverstanden waren. Da diese Möglichkeit bei Fonds, die ihre Anteilrücknahmen ausgesetzt haben, freilich nicht mehr besteht, wollte der deutsche Gesetzgeber den Anlegern in diesem Fall zumindest ein sachlich beschränktes Mitspracherecht einräumen.⁶⁸

Diese Regelung, die dem Schuldverschreibungsgesetz⁶⁹ nachgebildet ist, gibt der KAG die Möglichkeit, einen Notverkauf bestimmter Immobilien auch unter dem Verkehrswert und zu objektiv nicht angemessenen Bedingungen vorzunehmen. Um einerseits Zufallsergebnisse zu vermeiden, andererseits aber auch die Hürde für die Mindestbeteiligung der Anleger nicht zu hoch zu setzen,⁷⁰ schreibt das Gesetz ein Quorum von mindestens 30% der Stimmrechte vor.⁷¹ Für den Beschluss reicht eine einfache Mehrheit. Anders als im Schuldverschreibungsgesetz sieht der Gesetzgeber hier im Regelfall eine Beschlussfassung außerhalb einer Versammlung vor,⁷² um gerade Privatanleger wegen des mit der Teilnahme an einer Versammlung verbundenen Aufwands nicht von der Stimmabgabe abzuschrecken.⁷³

Hat die Anlegerversammlung ihre Zustimmung verweigert, darf die KAG die Immobilie nicht zu den vorgeschlagenen Bedingungen verkaufen. Gibt die Anlegerversammlung dagegen ihre Zustimmung, kann die KAG dennoch entscheiden, den Verkauf nicht vorzunehmen.⁷⁴

Laut der Gesetzesbegründung soll die KAG den überstimmten Anlegern wegen des Verkaufs der Immobilie unter Verkehrswert grundsätzlich nicht haften, es sei denn in extremen Ausnahmefällen, in denen sich z.B. zwischenzeitlich eine andere Verkaufsmöglichkeit zu besseren Bedingungen ergeben hat.⁷⁵

⁶⁸ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 10 zu § 81b Abs. 1 (S. 29).

⁶⁹ Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz – SchVG) vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512, geändert durch Artikel 9 des Gesetzes vom 19. November 2010, BGBl. I S. 1592).

⁷⁰ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, a.a.O., zu § 81b Abs. 2 (S. 29).

⁷¹ § 81b Abs. 2 Satz 1 InvG.

⁷² § 81b Abs. 3 InvG.

⁷³ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, a.a.O., zu § 81b Abs. 2 (S. 29).

⁷⁴ § 81b Abs. 1 Satz 3 InvG.

⁷⁵ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, a.a.O., zu § 81b Abs. 1 (S. 29).

4. Die Kündigung der Verwaltung des offenen Immobilienfonds durch die KAG

Um eine zwangsweise Abwicklung des Fonds durch die Depotbank (und die damit verbundenen zusätzlichen Verluste des Fonds) zu vermeiden, wird eine KAG typischerweise vor Ablauf der Aussetzungsfrist die Verwaltung des Fonds kündigen.⁷⁶

Die Kündigungserklärung stellt einen außerordentlichen Umstand dar, der ein Rücknahmeverweigerungsrecht gemäß § 37 InvG begründet.⁷⁷ In diesem Fall wird die bislang befristete Rücknahmeaussetzung also unbefristet und führt gleichzeitig zum endgültigen Verbot der Anteilausgabe.⁷⁸

Das Gesetz sieht lediglich eine Mindestkündigungsfrist von sechs Monaten vor; die Vertragsbedingungen können jedoch eine längere Kündigungsfrist bestimmen.⁷⁹ Diese Regelung ist auf Wertpapier-Sondervermögen und andere Fonds mit höherer Liquidität zugeschrieben, bei denen eine Liquidation ohne weiteres auch innerhalb einer kürzeren Frist möglich wäre. Bei Immobilienfonds stellt sich jedoch eher das Problem der Begrenzung der Kündigungsfrist. Hier hat sich der Gesetzgeber offenbar nicht festlegen wollen, sondern überlässt es letztlich der BaFin, gegen übermäßig lange Kündigungsfristen einzuschreiten. Die BaFin hat in der Vergangenheit Kündigungsfristen von bis zu 36 Monaten akzeptiert.⁸⁰

Nach Erklärung der Kündigung ist die KAG berechtigt und verpflichtet, mit Zustimmung der Depotbank alle Vermögensgegenstände zu „angemessenen“ Preisen zu veräußern, sofern nicht die Anleger einer Veräußerung zu niedrigeren Preisen zustimmen.⁸¹ Welche Preise angemessen sind, hat die KAG nach pflichtgemäßem Ermessen zu entscheiden. Mit fortschreitender Kündigungsfrist dürften die hinzunehmenden Abschläge auf den Verkehrswert immer größer werden,⁸² zumal potentielle Käufer die Notsituation des Fonds typischerweise nutzen, um die Preise der Immobilien zu drücken. In dieser Phase haben die Anlegerinteressen am zügigen Verkauf eindeutig Vorrang vor dem Verbot der Veräußerung an Gruppen-gesellschaften gem. § 68a InvG sowie der Einhaltung der gesetzlichen und vertraglichen Anlagegrenzen.⁸³ Darüber hinaus sollen in dieser Phase die

⁷⁶ Dies ist zwar nicht gesetzlich zwingend, entspricht aber der bisher zu beobachtenden Praxis der KAG'en, welche ansonsten ihr Verwaltungsrecht gemäß § 39 Abs. 1 InvG verloren hätten.

⁷⁷ § 81a Abs. 1.

⁷⁸ Das Verbot der Ausgabe neuer Anteile ergibt sich aus § 37 Abs. 2 Satz 2 InvG.

⁷⁹ § 38 Abs. 1 InvG; die zwischen BVI Investment und Asset Management e.V. und BaFin abgestimmten Muster für die Allgemeinen Vertragsbedingungen sehen in § 16 Abs. 1 eine Kündigungsfrist von „mindestens sechs Monaten“ vor.

⁸⁰ Siehe Übersicht über alle offenen Immobilienfonds und Immobilien-Dachfonds, welche die Rückgabe ihrer Anteile ausgesetzt haben, sowie der Sondervermögen, deren Verwaltung von der KAG gekündigt wurde, Börsen-Zeitung vom 13. August 2011, S. 5.

⁸¹ § 81a Abs. 2 InvG.

⁸² Siehe auch Veröffentlichung der BaFin vom 6. Februar 2009 (Fn. 65).

⁸³ § 81 Abs. 3 InvG; Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 10 zu § 81a Abs. 3 (S. 29).

Anleger so schnell wie möglich wieder ihre Einlagen zurückerhalten. Daher verlangt das Gesetz halbjährliche Ausschüttungen, selbst wenn die Vertragsbedingungen nur jährliche Ausschüttungen vorsehen.⁸⁴ Es sollen hierbei nicht nur Erlöse ausgeschüttet werden, sondern auch Ausschüttungen aus der Substanz erfolgen, wenn die Liquiditätslage des Fonds dies zulässt.⁸⁵

5. Abwicklung des offenen Immobilienfonds durch die Depotbank

Die letzte Phase der Liquidation eines Immobilienfonds ist die Abwicklung durch die Depotbank. Diese Phase kann durch verschiedene Anlässe eingeleitet werden, nämlich durch

- (a) den Ablauf der Aussetzungsfrist gemäß § 81 InvG, oder
- (b) die dritte Aussetzung der Anteilrücknahmen binnen fünf Jahren; diese Frist wird durch kurzfristige, nicht-nachhaltige Wiedereröffnungen weder gehemmt noch unterbrochen;⁸⁶ oder
- (c) den Ablauf der Kündigungsfrist bei Kündigung der Verwaltung durch die KAG.⁸⁷

Es ist davon auszugehen, dass eine KAG den beiden erstgenannten Abwicklungsgründen regelmäßig durch Kündigung zuvorkommen wird, um die Gelegenheit zu haben, innerhalb der Kündigungsfrist den Fonds selbst abzuwickeln. Denn ansonsten geht der Fonds auf die Depotbank über, mit den bereits erwähnten nachteiligen Folgen für die Anleger.

Obwohl das InvG nunmehr wesentlich detailliertere Regelungen für die Aussetzung der Anteilrücknahmen von Immobilienfonds vorsieht, bleiben viele Einzelheiten der Abwicklung weiterhin offen. Ungeklärt ist vor allem die Frage, welche Preise als angemessen gelten können, also welcher Abschlag vom Verkehrswert gerechtfertigt ist. Gerade diese Frage treibt sowohl die KAG als auch die Depotbank um. Denn hier liegen die potentiell größten Risiken für Anlegerklagen. Unklar ist auch, welche Kosten dem Fonds im Rahmen der Abwicklung noch belastet werden können. Die Vertragsbedingungen gelten in dieser Phase nicht mehr, aber es ist der Depotbank auch nicht zuzumuten, den Fonds kostenlos abzuwickeln.⁸⁸

⁸⁴ § 81a Abs. 4 InvG.

⁸⁵ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 10 zu § 81a Abs. 4 (S. 29).

⁸⁶ § 81 Abs. 4 InvG.

⁸⁷ § 39 Abs. 2 InvG.

⁸⁸ Das zwischen BaFin und BVI Investment und Asset Management e.V. abgestimmte Muster der Allgemeinen Vertragsbedingungen sieht in § 16 Abs. 3 Satz 3 vor, dass die Depotbank für die Zeit der Abwicklung die der KAG zustehenden Vergütung verlangen kann. Nicht klar ist, welche Rechtswirkung diese Regelung überhaupt entfalten kann, weil die Vertragsbedingungen bereits gekündigt sind, wenn die Depotbank die Abwicklung übernimmt, und die Depotbank überdies nicht Partei der Vertragsbedingungen ist. Man wird wohl davon ausgehen müssen, dass eine vertragliche Vereinbarung zwischen Anlegern und Depotbank zustande kommt, sofern die Depotbank die Abwicklung tatsächlich übernimmt (und nicht zuvor den

Offen ist ferner die Frage, ob die Depotbank die Abwicklung auslagern darf,⁸⁹ z.B. auf die KAG, welche wohl am ehesten in der Lage sein dürfte, eine ordnungsgemäße Abwicklung sicher zu stellen, und welche Vergütung der Auslagerungsstelle hierfür aus dem Fonds gezahlt werden darf. Vor dem Hintergrund, dass die Depotbank auf einen Verkauf von Immobilien überhaupt nicht eingerichtet ist und hierfür weder Personal noch die erforderliche Infrastruktur unterhält, stellt sich auch die Frage nach dem Haftungsmaßstab für die Depotbank für etwaige Schäden bei der Abwicklung des Fonds. Schließlich ist ungeklärt, in welchem Zeitraum die Abwicklung des Fonds durch die Depotbank erfolgen soll und ob die Depotbank z.B. einseitig ihr Mandat für die Abwicklung beenden kann.

IV. Ertragsverwendung

Mindestens 50% der Erträge des Fonds müssen an die Anleger ausgeschüttet werden, sofern sie nicht für künftige Instandsetzungen der Immobilien benötigt werden.⁹⁰ Gemeint sind hiermit nur die „ordentlichen“ Erträge. Außerordentliche Erträge aus der Veräußerung von Immobilien sind hiervon ausdrücklich ausgenommen.⁹¹ Diese sind nicht zwingend auszuschütten, sondern können den Anlegern auch für etwaige Rücknahmeverlangen zur Verfügung stehen.⁹² Diese Mindestausschüttung dient dem Ausgleich der durch die Rücknahmefristen eingeführten Kapitalbindung. Der Gesetzgeber hielt diesen Ausgleich insbesondere vor dem Hintergrund für erforderlich, dass die Anleger aus dieser Ausschüttung die Liquidität für die jährlich fällig werdenden Steuern auf die thesaurierten Erträge erhalten sollten.⁹³

V. Begrenzung der Kreditaufnahme

Um die Sicherheit und Liquidität der Immobilienfonds und damit ihre Attraktivität für Privatanleger zu erhöhen, soll die Eigenkapitalquote der Fonds deutlich erhöht werden.⁹⁴ Bislang konnten Kredite bis zur Höhe von 50% des Verkehrswertes der Immobilien aufgenommen werden. Diese

Depotbankvertrag kündigt) und die Depotbank dann die zuvor der KAG zustehende Vergütung, einschließlich der einmaligen Verkaufsvergütungen, verlangen kann.

⁸⁹ Denn gemäß Nr. 9.3 der Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften – InvMaRisk (Rundschreiben 5/2010 (WA)) ist bei der Auslagerung der Verwaltung von Immobilien zu beachten, dass das Letztentscheidungsrecht über den Erwerb oder die Veräußerung nicht delegierbar ist. Da es sich bei der Abwicklung jedoch nicht um eine Portfolioverwaltung handelt, sollte Nr. 9.3 der InvMaRisk der Auslagerung nicht entgegenstehen.

⁹⁰ § 78 Abs. 1 Satz 2, 1. Halbsatz InvG.

⁹¹ § 78 Abs. 1 Satz 2, 2. Halbsatz InvG.

⁹² Siehe Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages, BT-Drucksache 17/4739, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 4 zu § 78 Absatz 1 (S. 22).

⁹³ Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3628, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 4 zu § 78 (S. 26).

⁹⁴ Siehe Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages, BT-Drucksache 17/4739, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 7 zu § 80a Satz 1 (S. 23).

Grenze soll nun auf 30% reduziert werden.⁹⁵ Bei Spezial-Sondervermögen, welche in Immobilien anlegen, bleibt es mangels Ausrichtung auf Privatanleger bei der bisherigen Kreditaufnahmegrenze von 50%.⁹⁶

Mit dieser Regelung wird zwar das Anlagerisiko reduziert. Gleichzeitig wird jedoch auch die Steueroptimierung beim Erwerb ausländischer Immobilien behindert, und die Kosten der Währungssicherung werden erhöht, da die Kreditaufnahme in der Landeswährung eingeschränkt wird.⁹⁷

VI. Bewertung der Immobilien

Die Krise der offenen Immobilienfonds hat auch eine Diskussion über die Angemessenheit der Bewertungsregelungen für Immobilien ausgelöst.⁹⁸ Bislang mussten Immobilien erstmalig beim Kauf und anschließend jährlich bewertet werden. Sehen die Vertragsbedingungen in Zukunft nur eine Rücknahmemöglichkeit pro Jahr vor, so bleibt es bei dieser Regelung.⁹⁹ Ansonsten erfolgen die Nachbewertungen in den Abständen der Rücknahmetermine, mindestens aber 3 Monate.¹⁰⁰ Um eine gleichmäßige Verteilung der Nachbewertungen sicher zu stellen, darf nur die Bewertung von maximal 30% des Immobilienvermögens älter sein als ein Drittel des Bewertungsintervalls.¹⁰¹

Die Unabhängigkeit der Sachverständigen wurde in den vergangenen Jahren ebenfalls immer wieder in Frage gestellt. Selbst der Gesetzgeber ging offenbar davon aus, dass diese Unabhängigkeit zum Schutz der Anleger weiter gestärkt und die entsprechenden Regelungen für die Bestellung der Sachverständigen weiter verschärft werden müssen.¹⁰² Bildet eine KAG mehrere Sachverständigenausschüsse, so darf ein Sachverständiger nur Mitglied in einem dieser Ausschüsse sein; die Bestellung ist maximal bis

⁹⁵ § 80a Satz 1 InvG.

⁹⁶ § 91 Abs. 4 InvG; zur Begründung für diese Regelung siehe Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages, BT-Drucksache 17/4739, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 7 zu § 80a Satz 1 (S. 23).

⁹⁷ Siehe Pressemitteilung der deutschen Ratingagentur Scope vom 18. Mai 2011, S. 4 (abrufbar unter http://realestate.union-investment.de/docme/unternehmen/difa/wirueberuns/Moody_s_rating/Scope_Pressemitteilung_Rating_OIF_2011.pdf).

⁹⁸ Siehe nur Manager Magazin vom 4. Mai 2009; „Die Fonds ignorieren die Wirklichkeit“ (abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,druck-619136,00.html>) sowie die Stellungnahmen der Deutsche Steuer-Gewerkschaft und der Verbraucherzentrale Bundesverband zum AnsFuG (abrufbar unter http://www.kapitalmarktrecht-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/197/Anlegerschutz-und_Funktionsverbesserungsgesetz.htm).

⁹⁹ § 79 Abs. 1 Satz 3 InvG.

¹⁰⁰ § 79 Abs. 1 Satz 10 InvG.

¹⁰¹ § 79 Abs. 1 Satz 11 InvG.

¹⁰² Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages, BT-Drucksache 17/4739, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 3 Nr. 3 - § 77 Abs. 2 InvG (S. 22); Stellungnahme des Bundesrats zum AnsFuG, Drucksache 584/10 vom 1. November 2010, S. 16, Nr. 11.

zum Ablauf des zweiten auf die erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres begrenzt¹⁰³ (vormals waren Bestellungen bis zum Ablauf des fünften auf die erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres limitiert). Anschließend besteht die Möglichkeit der dreimaligen Verlängerung, jeweils für ein Jahr, sofern der Sachverständige seine wirtschaftliche Unabhängigkeit von der KAG dadurch nachweist, dass die Einnahmen aus seiner Tätigkeit für den Fonds 30% seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben.¹⁰⁴ In der Folgezeit darf die KAG diesen Sachverständigen erst nach Ablauf von zwei Jahren erneut als Mitglied eines ihrer Sachverständigenausschüsse bestellen.¹⁰⁵

VII. Immobilien-Dachfonds

Die Krise der offenen Immobilienfonds hat auch vor den Immobilien-Dachfonds nicht Halt gemacht. Mittlerweile¹⁰⁶ mussten drei Immobilien-Dachfonds ihre Rücknahmen aussetzen, weil sie wegen der Anlage in Immobilienfonds, die ihrerseits die Anteilrücknahmen ausgesetzt hatten, selbst nicht mehr über ausreichende Liquidität verfügten. Einer von ihnen wird in der Zwischenzeit aufgelöst.¹⁰⁷

Die Gesetzesnovelle führte daher Rücknahmebeschränkungen auch für Immobilien-Dachfonds ein. Hierunter versteht man so genannte Gemischte Sondervermögen, die nach ihren Vertragsbedingungen eine Anlage von mehr als 50% ihres NIW in Publikums-Immobilienfonds erlauben.¹⁰⁸

Analog zu den Regelungen der Immobilienfonds wird es auch hier in Zukunft eine Mindesthaltefrist von 24 Monaten geben.¹⁰⁹ Zusätzlich müssen Rücknahmen mit einer Frist von 12 Monaten angekündigt werden. Auch hier kann diese Frist bereits während der Mindesthaltefrist in Gang gesetzt werden.¹¹⁰ Ebenfalls wie bei den offenen Immobilienfonds sieht das Kleinanlegerprivileg eine unbeschränkte Rückgabemöglichkeit für Anteile im Wert von bis zu € 30.000 im Kalenderhalbjahr vor!¹¹¹ Der Nachweis der Einhaltung der Rücknahmebeschränkungen erfolgt, wie bei den offenen Immobilienfonds, ebenfalls durch die depotführende Stelle.¹¹²

Aus Gründen des Anlegerschutzes verlangt die BaFin seit April dieses Jahres einen ausdrücklichen Hinweis im Verkaufsprospekt des Immobilien-

¹⁰³ § 77 Abs. 2 Satz 3 InvG.

¹⁰⁴ § 77 Abs. 2 Satz 4 Nr. 1 InvG.

¹⁰⁵ § 77 Abs. 2 Satz 5 InvG.

¹⁰⁶ Stand 1. September 2011.

¹⁰⁷ Die Kapitalanlagegesellschaft Allianz Global Investors hat die Verwaltung des Immobilien-Dachfonds „Premium Management Immobilien-Anlagen zum 1. Juni 2012 gekündigt; Börsen-Zeitung vom 13. August 2011, S. 5.

¹⁰⁸ § 83 Abs. 2 InvG.

¹⁰⁹ § 83 Abs. 2 iVm § 80c Abs. 3 InvG.

¹¹⁰ § 83 Abs. 2 iVm § 80c Abs. 4 InvG.

¹¹¹ § 83 Abs. 2 iVm § 80c Abs. 3 Satz 1 und Abs. 4 Satz 1 InvG.

¹¹² § 83 Abs. 2 iVm § 80c Abs. 4 Satz 2 InvG.

Dachfonds, wenn mehr als 5% seines NIW in Immobilienfonds angelegt sind, welche ihre Rücknahmen ausgesetzt haben. Diese Hinweispflicht gilt übrigens auch für andere Fondstypen, die in Immobilienfonds anlegen dürfen, wie z.B. gemischte Sondervermögen, die keine Immobilien-Dachfonds sind.

Darüber hinaus hat die BaFin in einem Schreiben vom 15. April 2011¹¹³ ausgeführt, wie eine Bewertung der Anteile der Zielfonds zu erfolgen hat, deren Rücknahmen ausgesetzt sind. Hierbei besteht ein Wahlrecht zwischen dem zuletzt festgestellten Rücknahmepreis und dem aktuellen Kurswert gemäß § 23 Abs. 1 InvRBV.¹¹⁴ Ein eigenes Bewertungsmodell darf die KAG, welche den Immobilien-Dachfonds verwaltet, nur anwenden, wenn keine der beiden vorgenannten Preisquellen zur Verfügung steht. Dies erscheint jedoch für Zielfonds, deren Anteile nicht an einer Börse notiert sind und für die es keinen Börsenkurs gibt, unverhältnismäßig rigide. Denn in diesen Fällen ist der Dachfonds gegebenenfalls gezwungen, die Anteile bis zur Wiedereröffnung oder dem Abschluss des Abwicklungsverfahrens zu halten, selbst wenn er die Möglichkeit hätte, an einen Dritten zu veräußern (freilich nur mit einem erheblichen Abschlag, der aber möglicherweise auch nicht höher ist als die Differenz zwischen Rücknahmepreis und Kurswert bei börsennotierten Immobilienfonds). Hier sollte der Dachfonds ein weitgehendes Ermessen haben, Anteile unter dem gegebenenfalls unrealistisch hohen Rücknahmepreis zu veräußern, falls dies im Interesse der Anleger angezeigt erscheint.

VIII. Übergangsfristen

Die Übergangsfristen waren ebenfalls Gegenstand kontroverser Diskussionen zwischen dem Gesetzgeber und der Immobilienfonds-Lobby, welche die Anwendbarkeit der neuen Regeln möglichst weit hinauszögern wollte.¹¹⁵ Dieses Ziel hat sie auch weitgehend erreicht, zumal die Anwendbarkeit der neuen Regeln nahezu ausnahmslos zunächst eine Änderung der Vertragsbedingungen erfordert.

Die am 8. April 2011 bestehenden Immobilienfonds müssen ihre Vertragsbedingungen spätestens mit Wirkung zum 1. Januar 2013 entsprechend ändern, um sie an das neue Recht anzupassen.¹¹⁶ Für die

¹¹³ Abrufbar unter http://www.bafin.de/cln_179/nm_721290/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht/ae_11_0415_immofonds_bewertung.html?nnn=true.

¹¹⁴ Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften sowie die Bewertung der einem Investmentvermögen zugehörigen Vermögensgegenstände.

¹¹⁵ So sollen z.B. die Anpassungen für die offenen Immobilienfonds der DekaBank erst zum spätest möglichen Zeitpunkt, dem 1. Januar 2013, in Kraft treten (Aktuelle Kundeninformation der DekaBank vom 13. April 2011, abrufbar unter https://www.deka.de/globaldownload/de/fonds/produktprospekt/Endkundeninfo_BMF_I_mmo.pdf).

¹¹⁶ § 145 Abs. 4 S. 1 InvG.

Reduzierung der Kreditaufnahmegrenze von 50% auf 30% besteht sogar eine um weitere zwei Jahre verlängerte Übergangsregelung.¹¹⁷

Die Änderung von Vertragsbedingungen setzt regelmäßig voraus, dass der Anleger seine Anteile zurückgeben kann, wenn er mit der Änderung nicht einverstanden ist. Für die Fonds, die derzeit ihre Anteilrücknahmen ausgesetzt haben, kommen die neuen Regeln also zu spät. Sollten diese Fonds die Anteilrücknahme nicht am 31. Dezember 2012 wieder aufgenommen haben, müssen sie ihre Vertragsbedingungen innerhalb von 6 Monaten nach Wiederaufnahme der Anteilrücknahmen ändern.¹¹⁸

Für Anleger, die vor Aufnahme der Rücknahmebeschränkungen in die Vertragsbedingungen Anteile an einem offenen Immobilienfonds hielten, gilt die Mindesthaltefrist von 24 Monaten als erfüllt, selbst wenn die Anteile erst einen Tag vor der entsprechenden Änderung der Vertragsbedingungen erworben wurden.¹¹⁹ Allerdings findet die 12-monatige Rückgabefrist Anwendung,¹²⁰ so dass diese Anleger grundsätzlich die einjährige Kündigungsfrist beachten müssen, sobald die Vertragsbedingungen geändert wurden.

Gemäß § 145 Abs. 6 InvG müssen Immobilien-Dachfonds ebenfalls spätestens mit Wirkung zum 1. Januar 2013 ihre Vertragsbedingungen ändern, um die vorgenannten Rücknahmebeschränkungen einzuführen. Nach dem Wortlaut dieser Vorschrift würde allerdings das Grandfathering für die 24-monatige Mindesthaltefrist bei offenen Immobilienfonds keine Anwendung finden. Hier muss es sich jedoch wohl um ein Redaktionsversehen des Gesetzgebers handeln. Denn nach der Gesetzesbegründung sollen die Übergangsvorschriften für Immobilien-Dachfonds an diejenigen der offenen Immobilienfonds angepasst werden,¹²¹ so dass man davon ausgehen muss, dass auch für Anleger in Immobilien-Dachfonds die 24-monatige Mindesthaltefrist als erfüllt gilt, wenn Anteile vor der Änderung der Vertragsbedingungen des Immobilien-Dachfonds erworben wurden.

Werden die Vertragsbedingungen eines Publikums-Sondervermögens geändert, so sieht das InvG keine Zustimmung der Anleger vor, sondern eine vorherige Genehmigung der Änderungen durch die BaFin.¹²² Betrifft die Änderung die Anlagegrundsätze oder die Kostenbelastung der Anleger, so dürfen die Änderungen grundsätzlich erst 3 Monate nach ihrer Bekanntmachung in Kraft treten.¹²³ Werden die Vertragsbedingungen allerdings nur insoweit angepasst, als dies gemäß der Gesetzesnovelle im

¹¹⁷ § 145 Abs. 5 S. 1 InvG.

¹¹⁸ § 145 Abs. 4 S. 4 InvG.

¹¹⁹ § 145 Abs. 4 S. 2 InvG.

¹²⁰ Dies ergibt sich daraus, dass § 145 Abs. 4 S. 3 InvG ausschließlich auf § 83c Abs. 3 InvG verweist, nicht aber auf § 83c Abs. 4 InvG.

¹²¹ Siehe Bericht des Finanzausschusses des deutschen Bundestages, BT-Drucksache 17/4739, Begründung Besonderer Teil zu Artikel 6 Nr.14 zu § 145 Absatz 6 (S. 24).

¹²² § 43 Abs. 2 S. 1 InvG.

¹²³ § 43 Abs. 3 InvG.

Rahmen des AnsFuG erforderlich ist, so treten die Änderungen bereits am Tag nach der Bekanntmachung in Kraft.¹²⁴ Anleger, die Anteile unter dem alten Regime erwarben, müssen also täglich gewärtigen, an die einjährige Rückgabefrist gebunden zu werden.

IX. Ausblick

1. Aktueller Stand der ausgesetzten und der in Auflösung befindlichen Fonds

Am 30. Juni 2011 hatten 13 Immobilienfonds mit einem Anlagevolumen von etwa € 24,672 Mrd ihre Anteilrücknahmen ausgesetzt.¹²⁵ Das entspricht einem Volumen in der Größe von etwa einem Viertel des gesamten Marktes der offenen Immobilienfonds.¹²⁶ Sieben der vorgenannten Immobilienfonds befinden sich bereits in der Auflösung durch die KAG. Die Kündigungsfrist ist bislang noch in keinem Fall abgelaufen, so dass bisher noch keine Depotbank tatsächlich einen Immobilienfonds abwickeln musste. Hiermit ist frühestens im Herbst 2013 zu rechnen, wenn bis dahin nicht das Fondsvermögen der betreffenden Immobilienfonds bereits durch die KAG an die Anleger zurückgezahlt wurde.

Im Mai 2012 läuft die 2-Jahresfrist für 4 weitere Fonds mit einem Anlagevolumen von etwa € 16,7 Mrd ab. Auch diese Fonds profitieren noch nicht von den neuen Regelungen. Zusätzlich wurden im Zeitraum zwischen September 2010 und August 2011 die Rücknahmen von drei Immobilien-Dachfonds ausgesetzt, von denen sich einer bereits in der Auflösung befindet.¹²⁷

Für alle diese Fonds kommen die neuen Regelungen zu spät, da sie erst nach Änderung der Vertragsbedingungen Anwendung finden, welche, wie oben dargestellt, nur bei Fonds möglich ist, die ihre Anteile zurücknehmen.

2. Anlageverhalten der institutionellen Anleger

Es ist damit zu rechnen, dass institutionelle Anleger ihre Gelder aus offenen Immobilienfonds abziehen und diese in Zukunft meiden werden. So sieht z.B. das Kapitalanlagerundschreiben für Versicherungen und Pensionskassen vor, dass Immobilienfonds nur dann für das Sicherungsvermögen geeignet sind, wenn die Anteile jederzeit mit einer Frist von maximal 6 Monaten zurückgegeben werden können.¹²⁸ Damit dürfen diese institutionellen Anleger in Zukunft nicht mehr in Publikums-Immobilienfonds anlegen.¹²⁹ Nach der Verwaltungspraxis der Versicherungsaufsicht müssen allerdings Anlagen, die bereits am 8. April 2011 bestanden, nicht veräußert werden.¹³⁰ Auch institutionelle Anleger, die nicht der Versicherungsaufsicht unterliegen,

¹²⁴ § 43 Abs. 5 S. 5 InvG.

¹²⁵ Siehe Börsen-Zeitung vom 19. August 2011, S. 3.

¹²⁶ Quelle BVI homepage (www.bvi.de).

¹²⁷ Siehe Börsen-Zeitung vom 13. August 2011, S. 5.

werden offene Immobilienfonds in Form von Publikumsfonds wegen der massiven Beschränkungen der Anteilrücknahmen voraussichtlich in Zukunft meiden. Anlagen in Immobilien-Spezialfonds,¹³¹ die von den neuen Regelungen nicht betroffen sind, dürften für diese Anlegergruppe im Gegenzug erheblich an Attraktivität gewinnen.

Man kann also davon ausgehen, dass der Gesetzgeber sein Ziel erreicht hat, offene Immobilienfonds in der Form von Publikumsfonds für institutionelle Anleger unattraktiv zu machen. Aber auch hohe Mittelabflüsse von Privatanlegern sind nicht auszuschließen. Dabei wird es sich voraussichtlich nicht nur um hochvermögende Privatanleger mit Anlagen von deutlich über € 30.000 handeln, sondern ebenfalls um Anleger, die Direktanlagen in Vermögensverwaltungsmandaten halten. Denn auch für Vermögensverwalter werden die Anlagen in offene Immobilienfonds durch die Rücknahmebeschränkungen gegebenenfalls weniger attraktiv. Ferner muss damit gerechnet werden, dass Strukturvertriebe versuchen werden, die Anleger in andere, liquidere Anlagen umzuschichten, solange dies noch ohne Einhaltung von Rückgabefristen möglich ist. Denn eine Umschichtung wird nach Eingreifen der Rücknahmebeschränkungen erheblich erschwert werden. Darüber hinaus besteht das Risiko einer Haftung der Vermögensverwalter und der Fondsvermittler, wenn sie ihre Kunden nicht ausreichend über alle mit der Anlage in offene Immobilienfonds verbundenen Risiken aufgeklärt haben. Während ein Haftungsrisiko der Kapitalanlagegesellschaften der betreffenden Immobilienfonds nicht ersichtlich ist, sofern sie nicht konkret gegen Anlagegrenzen verstoßen haben, stellt sich die Situation für Vermögensverwalter und den Vertrieb deutlich anders dar. Hier ist mit zahlreichen Verfahren zu rechnen, in denen eine mangelhafte Anlegeraufklärung, insbesondere über die vereinnahmten Rückvergütungen (oder Bestandsprovisionen) geltend gemacht werden.

Es stellt sich also die Frage, ob die offenen Immobilienfonds durch die Gesetzesnovelle tatsächlich in ein ruhigeres Fahrwasser geraten werden. Dies kann man ihnen und den Anlegern freilich nur wünschen. Dennoch sind Zweifel angebracht: die Mindesthalte- und Rückgabefristen können Rücknahmen letztlich nur verzögern, nicht jedoch wirksam verhindern. Das gilt insbesondere dann, wenn die KAG nur wenig Einfluss auf den Vertrieb der Fondsanteile hat und Umschichtungen in andere, liquidere Produkte zu befürchten sind, wenn der Fonds in eine Schieflage gerät.

¹²⁸ Siehe B.4.12 i) des Rundschreibens 4/2011 (VA) – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (abrufbar unter: http://www.bafin.de/clin_171/nm_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs_1104_anlr_va.html#doc2077334bodyText28).

¹²⁹ So ausdrücklich B.4.12 der BaFin-Veröffentlichung „Häufig gestellte Fragen (FAQ) zu Rundschreiben 4/2011“ (http://www.bafin.de/clin_171/SharedDocs/Downloads/DE/-/Unternehmen/VersichererUndPensionfonds/Kapitalanlagen/faq_zu_r411.templateId=r_aw.property=publicationFile.pdf/faq_zu_r411.pdf).

¹³⁰ B.4.12 der BaFin-Veröffentlichung „Häufig gestellte Fragen (FAQ) zu Rundschreiben 4/2011“ (Fn. 129).

¹³¹ Siehe dazu I.2. oben.

Sondervermögen werden sich in Zukunft voraussichtlich im Streubesitz vornehmlich von Kleinanlegern befinden.¹³² Denn die institutionellen Anleger werden Immobilienfonds in Zukunft meiden, und Privatanleger werden voraussichtlich etwaige Immobilienfondsanlagen breiter streuen, um unter das Rückgabeprivileg der € 30.000 pro Kalenderhalbjahr zu fallen. Dass vornehmlich die institutionellen Anleger die Liquiditätsengpässe durch ihr massives Rücknahmeverhalten ausgelöst haben sollen, ist – soweit ersichtlich – bislang nicht durch Studien belegt. Vielmehr muss man davon ausgehen, dass sich auch die Privatanleger dem „Herdentrieb“ nicht entziehen konnten.

3. Unbeantwortete Fragen zur Abwicklung von Immobilienfonds durch die Depotbank

Sollte schließlich eine Auflösung und anschließende Abwicklung eines offenen Immobilienfonds unvermeidlich sein, sind die hierbei auftretenden Fragen noch immer nicht angemessen gesetzlich geregelt. Die bestehenden Kündigungsregeln, insbesondere die Mindestkündigungsfrist von 6 Monaten, passen nicht auf Immobilienfonds. Hier stellt sich umgekehrt die Frage nach einer Begrenzung der maximalen Kündigungsfrist, die es der KAG erlaubt, die Auflösung und Auszahlung des Fonds möglichst noch selbst vorzunehmen.

Auch die Abwicklung durch die Depotbank nach Ablauf der Kündigungsfrist ist keine angemessene Lösung für einen Immobilienfonds. Bei Wertpapierfonds kann man grundsätzlich davon ausgehen, dass die Vermögenswerte unproblematisch innerhalb der Kündigungsfrist von der KAG veräußert werden können, so dass die Depotbank allenfalls noch die verbleibende Liquidität ausschütten muss. Bei Immobilienfonds ist dies jedoch selbst nach einer Kündigungsfrist von 36 Monaten nicht garantiert. Mit Wirksamwerden der Kündigung erfolgt dann ein Eigentumswechsel bezüglich aller Vermögensgegenstände des Fonds, der im In- und Ausland hohe Steuerlasten auslösen kann. Außerdem stellt die Wirksamkeit der Kündigung (und typischerweise nicht schon die Kündigungserklärung selbst) oftmals ein Recht zur Kündigung der noch bestehenden Darlehensverträge und gegebenenfalls auch der Derivateverträge (z.B. zur Währungssicherung) dar. Die kündigenden Darlehensbanken würden voraussichtlich die Zwangsversteigerung oder andere Zwangsmaßnahmen einleiten. Zudem würde gegebenenfalls die Währungssicherung des Fonds entfallen und zusätzliche Währungsrisiken von den Anlegern zu tragen sein. Die Depotbank würde also mit einer Situation konfrontiert, auf welche sie in keiner Weise vorbereitet ist.

Es läge nahe, dass die Depotbank die Abwicklung auf einen entsprechend qualifizierten Dritten auslagern würde.¹³³ Ironischerweise wäre die KAG,

¹³² Siehe auch Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1702.

¹³³ Das in Nr. 9.4 des Rundschreibens 5/2010 (WA) zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften (abrufbar unter http://www.bafin.de/cln_179/nr_724240/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs_1005_wa_invmarisk.html) enthaltene Verbot der

deren Verwaltungsrecht mit Wirksamkeit ihrer Kündigung erloschen ist, am besten geeignet, um diese Aufgabe zu übernehmen, und es dürfte nicht überraschen, wenn diese auch tatsächlich als Auslagerungsstelle von der Depotbank beauftragt würde. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob es wirklich sinnvoll ist, die Kündigungsfrist der KAG zu begrenzen, wenn sie letztlich doch weiter in die Abwicklung eingeschaltet bleibt (bzw. bleiben muss), zumal in dieser letzten Phase die oben dargestellten Nachteile für die Anleger (zusätzliche Steuerbelastung, Fälligkeit der Kredite, Kündigung der Währungsicherungen, etc) bereits eingetreten sind.

Hinzu kommen noch weitere Fragen wie etwa die des Haftungsmaßstabes für die Depotbank und die Möglichkeit der Beendigung des Depotbankmandats in der Abwicklungsphase.

Angesichts der vorgenannten Probleme und der Haftungsrisiken, die mit der Übernahme der Abwicklung des Immobilienfonds in einem gesetzlich nahezu vollständig unregulierten Rahmen verbunden sind, könnte man es der Depotbank nicht verübeln, wenn sie den Depotbankvertrag kündigt würde, bevor ihr die gesetzliche Verpflichtung zur Abwicklung des Fonds zufällt.

Eine solche Kündigung des Depotbankvertrags wäre keine unzulässige Kündigung zur Unzeit.¹³⁴ Die Depotbank ist zwar grundsätzlich verpflichtet, unabhängig von der KAG und ausschließlich im Interesse der Anleger zu handeln.¹³⁵ Das Verbot der Kündigung zur Unzeit ist jedoch ein allgemeiner Grundsatz des bürgerlichen Rechts und verbietet lediglich, dass eine Kündigung zu einem Zeitpunkt erfolgt, in dem der Dienstberechtigte nicht in der Lage ist, sich die Dienste anderweitig zu besorgen. Dem Dienstberechtigten muss die Möglichkeit erhalten bleiben, die Dienste nach Zugang der Kündigung auf einen Dritten zu übertragen, sobald und soweit er die Dienste benötigt.¹³⁶ Die Kündigung erfolgt jedoch nicht zur Unzeit, wenn für sie ein wichtiger Grund vorliegt.¹³⁷ Der Umstand, dass der Dienstverpflichtete außerstande ist, die geschuldeten Dienste zu erbringen, begründet einen solchen wichtigen Grund.¹³⁸ Die Depotbank ist nämlich typischerweise weder personell noch sachlich dafür ausgestattet, die Abwicklung eines Immobilienportfolios zu übernehmen. Die mit der Übernahme dieser Abwicklungsaufgabe einhergehenden Haftungsrisiken sind, insbesondere vor dem Hintergrund eines nahezu völligen Fehlens gesetzlicher Rahmenbedingungen, für die Depotbank unzumutbar.

Übertragung der Letztentscheidungskompetenz zur Veräußerung von Grundstücken dürfte hier nicht mehr anwendbar sein, da die Abwicklung keine Maßnahme der Portfolioverwaltung darstellt.

¹³⁴ § 627 Abs. 2 Satz 1 BGB.

¹³⁵ § 22 Abs. 1 S. 1 InvG.

¹³⁶ *Henssler*, in: Münchener Kommentar zum BGB, 5. Auflage 2009, § 627 Rn. 29 f.; *Belling*, in: Erman, BGB, 12. Auflage 2008, § 627 Rn. 9.

¹³⁷ § 627 Abs. 1 Satz 1 BGB.

¹³⁸ LG Mannheim VersR 1973, 1175; Erman/*Belling* (Fn. 136), § 627 Rn. 9; *Fuchs*, in: Beck'scher Online-Kommentar BGB, Hrsg: Bamberger/Roth, Stand: März 2011, § 627 Rn. 9.

Eine ähnliche Problematik stellt sich auch im Zusammenhang mit der Abwicklung eines Immobilien-Dachfonds durch die Depotbank. Wenn die KAG die Zielfondsanteile nicht vor Wirksamwerden der Kündigungsfrist (gegebenenfalls mit einem erheblichen Abschlag auf den Rücknahmewert, zu Kurswerten) veräußert, überlässt sie diese undankbare Aufgabe der Depotbank, die sich dann u.U. mit den Klagen der Anleger auseinandersetzen muss, warum die Zielfondsanteile nicht wesentlich früher zu Kurswerten bewertet (und gegebenenfalls veräußert) wurden. Auch hier stellt sich also die Frage, ob die Depotbank nicht vor Übergang der Abwicklungsaufgabe auf sie den Depotbankvertrag kündigen sollte.

Der Muster-Depotbankvertrag für Immobilien-Sondervermögen¹³⁹ sieht für den Fall der Beendigung des Depotbankvertrages vor, dass die Depotbank die ihr zur Verwahrung anvertrauten Vermögensgegenstände bei dem für die KAG zuständigen Amtsgericht auf deren Kosten hinterlegen muss, falls die KAG nicht gleichzeitig eine neue Depotbank beauftragt (was praktisch sehr problematisch werden dürfte) und soweit die BaFin nicht andere Maßnahmen verlangt (wofür es keine klaren Rechtsgrundlagen gibt).¹⁴⁰ Die Hinterlegung der Vermögenswerte ist freilich keine praktikable Lösung für einen Immobilienfonds, der sich in der Abwicklung befindet. Vielmehr ist der Gesetzgeber aufgerufen, für die Abwicklung von Immobilienfonds (und auch für Immobilien-Dachfonds) ein klares Regelwerk zur Verfügung zu stellen. Hierfür könnten z.B. die Regelungen über den Sachwalter, den die BaFin zur Verwaltung der Deckungsmassen in der Insolvenz der Pfandbriefbank bestellt, Pate stehen.¹⁴¹

Es bleibt zu hoffen, dass die vorgenannten Szenarien nicht eintreten werden. Wenn sich in Zukunft dennoch das Risiko einer Immobilienkrise realisieren sollte, sind die Anleger durch die neuen Regeln nicht nachhaltig besser geschützt als zuvor. Es würde sich daher anbieten, dass der Gesetzgeber, z.B. im Rahmen der Umsetzung der AIFM-RL¹⁴² die Regelungen der offenen Immobilienfonds noch einmal auf den Prüfstand stellt, die Halte- und Rückgabefristen weiter verschärft, die Problematik der Bewertung nochmals angeht und die offenen Fragen der Auflösung und Abwicklung adressiert. Erst dann dürfte eine nachhaltige Stabilisierung der offenen Immobilienfonds gewährleistet sein.

¹³⁹ § 10 Abs. 3 des Gemeinsamen Muster-Depotbankvertrages des Zentralen Kreditausschusses und des BVI Investment und Asset Management e.V. (Stand 14. Juli 2011). Die hier in Bezug genommene Regelung findet sich ebenfalls in dem Muster-Vertrag für Immobilien-Dachfonds.

¹⁴⁰ Hier geht man also ausdrücklich davon aus, dass die Kündigung des Depotbankvertrages möglich ist, auch wenn keine neue Depotbank zur Verfügung steht, und keine Kündigung zur Unzeit darstellt.

¹⁴¹ Siehe § 30 Pfandbriefgesetz.

¹⁴² Richtlinie 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds. Offene (und gegebenenfalls auch geschlossene) Immobilienfonds fallen unter den Begriff des alternativen Investmentfonds im Sinne dieser Richtlinie, die bis spätestens 22. Juli 2013 umgesetzt werden muss.