

## FLEXIBILISIERUNG DER FRISTENTTRANSFORMATION BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS IN GRÜNDUNG, VERLAUF UND KRISE

### REGENSBURGER MODELL

Prof. Dr. Stephan Madaus  
Prof. Dr. Steffen Sebastian

Herausgeber: **IRE|BS** International Real Estate Business School, Universität Regensburg  
www.irebs.de  
ISSN 2197 - 7720  
Copyright © **IRE|BS** International Real Estate Business School 2013, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes: Prof. Dr. Stefan Madaus, Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Verfahrens- und Insolvenzrecht sowie IPR, Prof. Dr. Steffen Sebastian, Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung, Universität Regensburg

## RECHTLICHE HINWEISE

### ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

### KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

**Stellungnahme zum AIFM-UmsG:**

**Flexibilisierung der Fristentransformation  
bei Offenen Immobilienfonds  
in Gründung, Verlauf und Krise**

**(„Regensburger Modell“)**

von

Prof. Dr. Stephan Madaus  
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,  
Verfahrens- und Insolvenzrecht sowie IPR  
Universität Regensburg

und

Prof. Dr. Steffen Sebastian  
Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung  
Universität Regensburg

8. März 2013

(redaktionell überarbeitet)

## Inhalt

1. Zusammenfassung .....	- 1 -
2. Fristentransformation während Gründung und Regelbetrieb .....	- 5 -
3. Kostengerechtigkeit und Aufbau einer Bewertungsrückstellung .....	- 6 -
4. Verwaltung Offener Fonds nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme .....	- 8 -
5. Denkbare Handlungsszenarien .....	- 17 -
6. Regelungsvorschlag für das neue KAGB .....	- 18 -
Anhang 1: Besondere Sanierungs-/bzw. Abwicklungsmodelle.....	- 24 -
Anhang 2: Verwertungsprinzipien in der Abwicklungsphase .....	- 27 -

## 1. Zusammenfassung

Nach Auffassung der Bundesregierung reichen die seit 1. Januar 2013 geltenden Regelungen für Offene Immobilienfonds noch nicht aus, um eine erneute Krise von Offenen Immobilienfonds zu verhindern. Der KAGB-RE sieht daher vor, dass die Möglichkeiten zur Fristentransformation des Offenen Immobilienfonds noch weitreichender eingeschränkt werden. Durch ein Verbot der Fristentransformation in der bisherigen Form soll erreicht werden, dass Offene Immobilienfonds künftig nicht mehr die Rücknahme aussetzen und im gesetzlich vorgesehenen Rahmen dauerhaft liquide bleiben. Konkret soll eine allgemein verpflichtende Kündigungsfrist von 12 Monaten eingeführt werden, Freibeträge werden verboten, ebenso andere Rückgabetermine als einmal im Jahr an einem festgelegten Termin.

Jedoch wird auch durch die zahlreichen Verbote nach dem KAGB-RE das grundsätzliche Problem dieser Anlageform nicht gelöst. Der Umstand, dass ein Offener Immobilienfonds einmal oder auch öfter die Rücknahme aussetzt, ist ein **produktspezifisches Risiko** und solange unbedenklich, wie dadurch keine **systemischen Risiken** ausgelöst werden.

Ein solches systemisches Risiko besteht zum einen darin, dass durch die Liquiditätskrise eines einzelnen Offenen Immobilienfonds auch Liquiditätskrisen für andere Fonds ausgelöst werden. Zum anderen können exogene Schocks gleichartig auf alle Offenen Immobilienfonds wirken und somit zur gleichen Zeit Liquiditätskrisen bei allen Offenen Immobilienfonds ausgelöst werden, da durch das starre „Einheitsmodell“ des KAGB-RE alle Fonds zu gleicher Zeit in gleicher Art und Weise Fristentransformation betreiben müssen und diese auch in einer Krise nicht anpassen dürfen. Hieraus werden erneut Abwicklungsrisiken und Marktverwerfungen für Banken und andere Marktteilnehmer entstehen.

Durch das starre Einheitsmodell des KAGB-RE wird zwar versucht, das produktspezifische Risiko zu beseitigen, aber übersehen, dass jede, auch eine stark eingeschränkte Fristentransformation weiterhin mit einem potenziellen Liquiditätsrisiko behaftet bleibt. Das **systemische Risiko** oder „Ansteckungsrisiko“ bleibt weiterhin bestehen. Der Vorschlag des KAGB-RE für Offene Immobilienfonds macht diese somit nur für Anleger wie Anbieter unattraktiver, ohne das Problem des systemischen Risikos zu lösen.

Ziel für den Gesetzgeber muss es aber sein, gerade das systemische Risiko zu minimieren. Das produktspezifische Risiko einer vorübergehenden Rücknahmeaussetzung einzelner Fonds ist hingegen als produkt- und marktmanent zu akzeptieren. Es darf gerade nicht versucht werden, dieses zu beseitigen, da hierdurch die Fähigkeit zur Fristentransformation und somit die wesentliche Eigenschaft des Produktes ebenfalls beseitigt würde.

Ein exogener Schock in der Form der weltweiten Finanzkrise, die den Fondsmarkt im Jahr 2009 erreicht hat, wird sich in der gleichen Form sicher nicht wiederholen. Aber es sind auch in naher Zukunft Ereignisse an den Finanz- und Immobilienmärkten, Änderungen in der Vertriebsstruktur einzelner Fonds, in der Regulierung des Finanzvertriebs, im Portfolio sowie in der Anlegerstruktur zu erwarten. Wir schlagen vor diesem Hintergrund ein alternatives **flexibles Modell** vor, das mit wenigen Verboten auskommt. Mit der von uns vorgeschlagenen, flexiblen Lösung kann sowohl die Branche als Ganzes sowie jeder einzelne Fonds in jeder Situation auf besagte Veränderungen reagieren. Systemische Ansteckungsrisiken werden verhindert, indem zum gegebenen Zeitpunkt für jedes Produkt gerade nicht mehr absehbar ist, ob und wie sich produktspezifische Liquiditätsrisiken realisieren.

Individuelle, vor allem aber systemische Abwicklungsrisiken wären somit in der Zukunft weitgehend ausgeschlossen.

Unser Vorschlag integriert zudem eine **stärkere Anlegermitbestimmung** und stärkt damit den Anlegerschutz gerade in Krisenzeiten. Der insoweit hohe Anlegerschutz wird zusätzlich durch starke ökonomische Anreize für Management und Vertrieb sowie eine zusätzliche Aufsichtsperson (Gemeinsamer Anlegervertreter) weiter verbessert. Hierzu integrieren wir die – grundsätzlich sinnvollen – Ansätze des AnsFuG wie des KAGB-RE sowie früherer Diskussionsentwürfe des Bundesfinanzministeriums.

Die Kernpunkte unseres flexiblen Modells lassen sich wie folgt zusammenfassen:

**Wahlfreiheit bei Gründung:** Bei Gründung kann nach unserem Modell die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft je nach ihren Bedürfnissen bzw. Fähigkeiten den Grad der Fristentransformation innerhalb eines gesetzlich vorgegeben Rahmens frei bestimmen, muss diesen aber in den Anlagebedingungen eindeutig festlegen. Insbesondere sind folgende Parameter frei kalibrierbar:

- Rückgabefrequenz von täglich bis mindestens einmal jährlich
- Freibeträge von 0 bis max. 30 000 Euro, jedoch nicht mehr als 60 000 jährlich<sup>1</sup>
- Freibetrags-Bemessungszeitraum von monatlich bis maximal jährlich
- Anzahl der maximal zulässigen Freibetragsabrufe innerhalb eines Zeitraums
- Kündigungsfristen für die Anteilsrückgabe über den Freibetrag hinaus von mindestens 3 Monaten bis maximal 24 Monaten
- Rückgabeabschläge von 0 bis maximal 10%, die dem Sondervermögen zufließen müssen.
- Mindesthaltefristen<sup>2</sup>

Dieser Teil der Anlagebedingungen ist durch die Bundesanstalt zu genehmigen. Teil dieser Genehmigungsprüfung sollte auch eine Prüfung der Leistungsfähigkeit des Liquiditätsmanagements sein – ggf. auch im Rahmen der Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk).

Es erscheint uns dabei wesentlich sinnvoller, die Genehmigung eines hohen Grades an Fristentransformation an regelmäßig überprüfbare, objektive Kriterien zu knüpfen, als alternativ denjenigen Offenen Immobilienfonds, die aktuell nach AnsFuG operieren, einen Bestandschutz zu erteilen. Ein solcher Bestandschutz ist zudem schon aus wettbewerbsrechtlichen Gründen bedenklich, da hierdurch ein staatlich geschaffenes Oligopol entstehen würde. Da derartige Oligopole tendenziell zu überhöhten Preisen (Gebühren) führen, sind sie auch aus Gründen des Anlegerschutzes abzulehnen.

---

<sup>1</sup> Wir geben hier den Freibetrag analog zum Stand nach AnsFuG wieder. Es sind jedoch auch niedrigere Freibeträge denkbar. Der VZBV schlägt aus Gründen des Anlegerschutzes einen Freibetrag von 5 000 Euro pro Halbjahr vor.

<sup>2</sup> Mindesthaltefristen sind aus unserer Sicht nur sehr bedingt geeignet, die Stabilität des Fonds zu stärken, da nach Ablauf der Mindesthaltefristen im Krisenfall kein Schutz mehr gegeben ist. Daher kann der Fonds zwar Mindesthaltefristen vorsehen, eine gesetzliche Vorgabe halten wir hier jedoch nicht für nötig.

**Flexibilität im Regelbetrieb:** Hat der Fonds die Rücknahme nicht ausgesetzt, so sind die Rücknahmebedingungen wie jedes andere Element der Vertragsbedingungen grundsätzlich allein durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bei Einhaltung der gesetzlichen Voraussetzungen (insbesondere der Genehmigung durch die BaFin nach § 163 Abs. 1 KAGB-RE) frei änderbar. Ist der Anleger mit den neuen Anlagebedingungen nicht einverstanden, kann er seine Anteile zurückgeben und den Fonds verlassen.

**Handlungsfähigkeit auch bei Rücknahmeaussetzung:** Von besonderer Bedeutung ist in unserem Modell die Fähigkeit des Offenen Immobilienfonds, auch nach der Aussetzung der Rücknahme handlungsfähig zu bleiben. Unser Konzept sieht daher zum einen vor, dass bereits in den Anlagebedingungen Maßnahmen vorgesehen werden müssen, die das Management zur Wiedereröffnung unmittelbar und eigenständig ergreifen kann. Sofern davon abweichende Maßnahmen ergriffen werden sollen oder für die dauerhafte Wiedereröffnung des Offenen Immobilienfonds eine grundsätzliche Änderung der Rücknahmebedingungen erforderlich wird, können nach unserem Modell die Anlagebedingungen nunmehr erstmals auch dann geändert werden, wenn der Fonds die Rücknahme bereits ausgesetzt hat. Zudem soll der Fonds auch bei Rücknahmeaussetzungen neue Anteilscheine ausgeben können, um die Liquidität zu erhöhen.

Da die Anleger bei einem Fonds in Aussetzung der Rücknahme nicht mehr „mit den Füßen“ über die beabsichtigte Änderung der Anlagebedingungen abstimmen können, muss hierzu eine Zustimmung der Anleger im Rahmen einer **Anlegerabstimmung** eingeholt werden. Konzeptionell wird durch die Aussetzung der Rücknahme aus einem offenen in einen geschlossenen Fonds, der aber – anders als die klassischen geschlossenen Fonds – allein aufgrund seiner Rechtsform als Sondervermögen nicht über die im gesellschaftsrechtlichen Bereich bestehende Möglichkeit einer Änderung des Gesellschaftsvertrages durch Beschluss der Gesellschafterversammlung verfügt. Dieses Defizit beseitigt unser Modell durch die Einführung einer Anlegerversammlung. Der Gesetzgeber hat die Möglichkeit einer derartigen Anlegerbeteiligung bereits mit dem AnsFuG in § 81b InvG adressiert, wenngleich mit sehr bescheidenem Wirkungskreis. Im Gegensatz hierzu wollen wir den Anleger nicht an einzelnen Management-Entscheidungen beteiligen, die er ohnehin nicht beurteilen kann, sondern durch seine Stimmabgabe eine Änderung der Anlagebedingungen, insbesondere der Rücknahmebedingungen, in der Krise legitimieren. Dabei unterstützen wir den Anleger in dieser besonderen Situation durch die Bestellung eines **gemeinsamen Anlegervertreeters**, der nach Art eines Sonder-Aufsichtsrats nur für den ausgesetzten Fonds ausschließlich die Rechte und Interessen der Anleger gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) wahr.

Im Ergebnis entsteht so über unser Modell ein Fonds mit einer "atmenden" Struktur, der – im Bedarfsfall mit Zustimmung der Anleger – eine Fristentransformation zwischen der aktuellen Regelung nach AnsFuG, einem semi-offenen oder dem Schweizerischen Modell betreiben kann. Die Fristentransformation kann flexibel reagieren, sofern sich die Rahmenbedingungen ändern.

**Wertschonende Abwicklung:** Sollte es trotz der so geschaffenen Optionen dennoch zu einer Abwicklung kommen, entfällt nach unserem Modell die starre Fristenregelung, nach der mit immer höheren Abschlägen zum Verkehrswert zu verkaufen ist. Auch entfällt der Übergang an die Verwahrstelle. Stattdessen bleibt die KVG bis zum Ende rechtlicher Eigentümer und – unter der Aufsicht des gemeinsamen Anlegervertreeters – bis zur endgültigen Abwicklung mit der Verwaltung des Sondervermögens betraut. Es soll grundsätzlich innerhalb von fünf Jahren wertschonend abgewickelt werden. Ein festes Ende ist jedoch

nicht vorgegeben, um Zwangsverkäufe gegen Fristende zu verhindern. Stattdessen wird die KVG durch niedrigere Gebühren motiviert, die Abwicklung zügig voranzutreiben.

Ein Wechsel des Rechtsträgers ist aufgrund der hohen Kosten (Grunderwerbsteuer, Notariats- und Registergebühren) in der Regel ausgeschlossen. Der Anleger ist gezwungen, auch im Abwicklungsfall bis zum Ende mit der AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaft verbunden zu bleiben, die er sich mit seiner Anlageentscheidung als Vertragspartner ausgesucht hatte.

**Sonderverwalter als ultima ratio:** Es sind allerdings auch Konstellationen denkbar, in denen die KVG an einer Fortsetzung der Verwaltung im Abwicklungsfall entweder kein Interesse hat oder aber sich durch ihr Vorverhalten diskreditiert hat. Für diese Ausnahmefälle schlagen wir vor, die Bundesanstalt zu berechtigen, einen Sonderverwalter einzusetzen, der die Verwaltung des vSondervermögens übernimmt. Auch hier bleibt die KG rechtlicher Eigentümer des Sondervermögens, was den Anlegern (als wirtschaftliche Eigentümer) die Belastung mit Anschaffungsnebenkosten durch einen rechtlichen Eigentumsübergang erspart. Zugleich bleibt die KVG als Rechtsträger des Sondervermögens verpflichtet, bei der Abwicklung mitzuwirken und den Sonderverwalter zu unterstützen.



## 2. Fristentransformation während Gründung und Regelbetrieb

**Ausgabe neuer Anteile:** Die Ausgabe neuer Anteile soll u.E. weiterhin täglich möglich sein, da hierdurch ein kontinuierlicher Zufluss von Liquidität gewährleistet ist, womit die Stabilität des Fonds tendenziell gestärkt wird. Des Weiteren würde die nach § 255 Abs. 2 KAGB-RE geplante jährlich viermalige Ausgabe von neuen Anteilen den Vertrieb unnötig erschweren, ohne dass Vorteile für den Anleger ersichtlich sind. Sofern durch diese Regelung beabsichtigt ist, den Anleger in besonderer Weise auf das Liquiditätsrisiko von Offenen Immobilienfonds hinzuweisen, so erscheint diese Maßnahme mangels inhaltlichen Bezugs ungeeignet. Direkte Auflagen an den Verkaufsprospekt oder das Beratungsgespräch wären wirkungsvoller. So ist es denkbar, einen verpflichtenden Hinweis auf die potenzielle Aussetzung der Rücknahme (und ggf. deren Wahrscheinlichkeit) vorzuschreiben.

**Rücknahme von Anteilen:** In den Vertragsbedingungen sind nach unserem Modell die **Rücknahmebedingungen** konkret festzuhalten (§ 255 Abs. 2 unseres KAGB-E). Die Angaben von Bandbreiten sind unzulässig, da sich durch Änderungen der Rücknahmebedingungen entweder die Rückgabemöglichkeiten verbessern (wodurch sich zugleich aber das Liquiditätsrisiko des Fonds erhöht) oder umgekehrt das Liquiditätsrisiko verringert (wodurch sich zugleich die Rückgabemöglichkeiten verschlechtern). Veränderungen in die jeweilige Richtung sind mithin wesentliche Elemente der Anlagebedingungen, die nur im üblichen formellen Verfahren geändert werden dürfen.

Für ein Verbot der täglichen Rücknahme und eine gesetzlich verbindliche Rücknahme an nur einem Tag im Jahr gem. § 255 Abs. 2 KAGB-RE besteht aus unserer Sicht kein Bedürfnis. Es ergeben sich, insbesondere für den Anleger, nur Nachteile. Ein Anleger müsste bei einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten fast zwei Jahre auf die Rücknahme seiner Anteile warten, sofern er den Kündigungstermin um einen Tag verpasst hat, auch wenn der Fonds über ausreichende oder sogar überschüssige Liquidität verfügt. In der Vergangenheit drohte bereits mehrfach ein Überschreiten der zulässigen Höchstliquidität (2001, 2002, 2007). Eine gesetzlich verbindliche Rücknahme an nur einem Tag würde zudem in erhöhtem Maße zu Vorratskündigungen führen und damit den Fonds tendenziell in einer (späteren) Phase destabilisieren, in der er auf die Liquidität angewiesen sein könnte. Durch die geplanten Regelungen des KAGB-RE müsste der Fonds für einen Tag im Jahr eine hohe Liquidität generieren und an den anderen Tagen wiederum eine möglichst hohe Investitionsquote in Immobilien erreichen, was sich unmöglich umsetzen lässt.

Ein durch gesetzgeberische Fristenvorgaben starres und starkes zeitliches Auseinanderfallen von Anlegerentscheidung und Kapitalabfluss kann vor diesem Hintergrund sogar kontraproduktiv für die beabsichtigte gesetzgeberische Zielsetzung der Stabilisierung des Fonds wirken. Insbesondere aufgrund anderer besser geeigneter gesetzgeberischer Maßnahmen (bspw. Kündigungsfristen), die nicht in den Bestandsschutz für Altanleger bei bestehenden Fonds eingreifen, ist für ein gesetzliches Verbot einer täglichen Rücknahme schon unter Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes kein Raum.

### 3. Kostengerechtigkeit und Aufbau einer Bewertungsrückstellung

Die aktuelle Anteilspreisfindung bei Offenen Fonds benachteiligt insbesondere Anleger, die langfristig im Fonds verbleiben.

- Altanleger haben in erheblichem Umfang Anschaffungsnebenkosten von 5-10% (Kosten der Due Diligence, Grundsteuer, Notargebühren etc.) in voller Höhe bezahlt.
- Neue Anleger können eine Beteiligung am Immobilienvermögen erwerben, ohne in gleicher Höhe Anschaffungsnebenkosten bezahlen zu müssen, sofern diese bereits abgeschrieben sind.
- Neue Anleger erhalten keine Information über den tatsächlichen Verkehrswert und den Anteil, der auf nicht werthaltige Anschaffungsnebenkosten entfällt.
- Neu hinzukommende Anleger verursachen grundsätzlich den Neuerwerb von weiterem Immobilienvermögen (unter ansonsten gleichen Bedingungen). Die Altanleger müssen die dadurch entstehenden Anschaffungsnebenkosten erneut mittragen.
- Bei Rückgabe werden den Anlegern zusätzlich zum Verkehrswert der Immobilien auch noch Anschaffungsnebenkosten erstattet, sofern diese noch nicht abgeschrieben sind. Für die verbleibenden Anleger sind Anschaffungsnebenkosten aber verlorene Kosten, die beim Verkauf der Immobilie selbst nicht erstattet werden können.
- Die Rückgabe von Anteilen verursacht grundsätzlich den Verkauf von Immobilienvermögen (unter ansonsten gleichen Bedingungen). Die verbleibenden Anleger müssen die dadurch entstehenden Anschaffungsnebenkosten erneut mittragen.

**→ Verbleibende Anleger werden durch hinzukommende und ausscheidende Anleger benachteiligt; Kosten werden nicht von denjenigen getragen, die sie verursacht haben.**

Eine verursachungsgerechte Trennung der im Zeitablauf anfallenden Erwerbsnebenkosten ist nur sehr eingeschränkt möglich. Zwar wäre es möglich, Anschaffungsnebenkosten nicht abzuschreiben, sondern in voller Höhe in den Ausgabepreis einzurechnen. Entsprechend könnte bei Rückgabe des Anteilsscheins nur der anteilige Verkehrswert der Immobilie erstattet werden, nicht aber die gezahlten Transaktionskosten. Der Käufer eines Anteilsscheins würde dann – wie der Käufer einer Direktanlage in Immobilien – immer Anschaffungsnebenkosten zahlen. Der Verkäufer eines Anteilsscheins würde – wie der Verkäufer einer Direktanlage in Immobilien – nie seine Anschaffungsnebenkosten erstattet bekommen.

Es gibt jedoch einige Aspekte, die nicht genau adressiert werden können. Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse treten zeitgleich auf. Ein Effekt auf das Anlagevermögen ergibt sich nur aus den saldierten Zahlungsströmen. Auch saldierte Zahlungsströme wirken zudem primär auf den Liquiditätsanteil und nur sekundär auf die Immobilienanlage. Zudem wäre es bei Altbestand fraglich, ob die historischen Anschaffungsnebenkosten oder fiktive Kosten auf

der Basis des aktuellen Verkehrswertes anzusetzen sind. Weiterhin besteht die Möglichkeit, dass im Zeitablauf durch permanent hinzukommende und ausscheidende Anleger die Anschaffungsnebenkosten von diesen sogar überbezahlt werden.

Unser Vorschlag verzichtet daher auf den Versuch einer verursachungsgerechten Zuweisung von Anschaffungsnebenkosten. Wir schlagen eine pauschalierte Berücksichtigung vor, nach dem die Differenz zwischen Ausgabe- und Rücknahmepreis mindestens 2% betragen muss (**gesetzlicher Ausgabeaufschlag von 2%**).

Dieser gesetzliche Ausgabeaufschlag fließt dem Fondsvermögen zu und schafft somit teilweise einen Ausgleich für die von den Altanlegern gezahlten Transaktionskosten. Wir schlagen jedoch vor, die hierdurch entstehenden Mittel nicht sofort an die Anleger auszusütten, sondern den gesetzlichen Ausgabeaufschlag zum Aufbau einer **Rückstellung für Bewertungsänderungsrisiken („Airbag“)** zu verwenden. Eine Verrechnung des Rückstellungskontos ist nur mit einem negativen Wertveränderungssaldo auf Jahresbasis zum Ende eines Geschäftsjahres zulässig. Die Rückstellung ist aufzulösen, soweit sie 10% des Werts des Immobilienvermögens übersteigt und erhöht dann die Rendite aller Anleger.

Dieser Vorschlag zur Einrichtung einer Rückstellung greift eine Regelung aus dem Diskussionsentwurf zum AnsFuG vom 3. Mai 2010 auf, eine Bewertungsreserve zu schaffen.<sup>3</sup> Nach unserem Entwurf wird diese jedoch langfristig aufgebaut und bietet somit für Bestandsanleger keinen Anreiz, aufgrund absehbarer Verluste den Fonds zu verlassen.

Der so erreichte sukzessive Aufbau eines Puffer für Bewertungsrisiken („Airbag“) stabilisiert den Fonds bereits im Regelbetrieb und adressiert risikoadäquat ein nachhaltiges Bewertungsregime. Außerdem wird der Immobilien- und Langfristcharakter betont, zugleich aber durch die Beschränkung auf 2% auch ausreichend Spielraum für die Provisionierung des Vertriebs gelassen. Der gesetzliche Ausgabeaufschlag in Höhe von 2% erzeugt zudem **keine zusätzlichen Kosten**, sondern ist Teil der Anlage, da er in das Sondervermögen fließt. Zugleich wird der Wettbewerb um geringere Vertriebskosten intensiviert, da es bei aktuell 2-3% Jahresperformance eine natürliche Grenze für einen Aufschlag gibt.

Schließlich schafft diese Regelung besonders in Krisenzeiten mit plötzlich stark erhöhtem Rücknahmeverlangen („Run“) automatisch einen zusätzlichen Risikopuffer, da Rückgaben die Bewertungsrückstellung erhöhen, sie erhöht damit die Stabilität des Offenen Fonds.

---

<sup>3</sup> § 79 Abs. 1 E-InvG vom 3.5.2010. Auch *Servatius* (2012) fordert eine Bewertungsreserve von 10%, vgl. *Servatius, W.* (2012): Funktionsdefizite beim Offenen Immobilienfonds, Working Paper, 2012/1.

## 4. Verwaltung Offener Fonds nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme

### a) Bisherige Regelung nach dem Investmentgesetz

Gerät ein Offener Immobilienfonds derzeit in eine Liquiditätskrise, so kann er die Rücknahme von Anteilen aussetzen und sich auf diesem Wege zunächst eine Atempause von 6 Monaten schaffen. Gelingt es ihm in diesem Zeitraum nicht, die Krise zu bewältigen und die rückgabewilligen Anleger zu bedienen, so muss er die Aussetzung verlängern. Dies führt nach der aktuellen Rechtslage (§ 81 Abs. 1 und 2 InvG) dazu, dass eine gesetzliche Veräußerungspflicht, also eine Teilliquidationspflicht, einsetzt. Dabei soll eine „Zwangsveräußerung unter Wert“ dadurch vermieden werden, dass in einem geschützten Zeitraum von gerade einmal weiteren sechs Monaten ein Verkauf von Immobilien aus dem Sondervermögen „zu angemessenen Bedingungen“ zulässig sind. Nach 12 bzw. 24 Monaten sind Abschläge von maximal 10 bzw. 20 Prozent vom Verkehrswert zulässig, solange die Anleger nicht den Verkauf unter dieser Grenze erlauben (§ 81b InvG). Gelingt auf diesem Wege eine Stabilisierung der Liquiditätsversorgung, so kann der Fonds wiedereröffnen. Andernfalls beginnt nach Ablauf von 30 Monaten ohne Anteilsrücknahme die Abwicklungsphase (§ 81 Abs. 3 Satz 3 InvG). Die KAG muss die Verwaltung des Sondervermögens kündigen, bleibt aber nach § 81a Abs. 2 InvG berechtigt und verpflichtet, das Sondervermögen in Abstimmung mit der Depotbank zu veräußern. Nun ist wieder zu angemessenen Bedingungen oder mit Zustimmung der Anleger nach 81b InvG auch zu niedrigeren Preisen zu veräußern. Nach dem Ende der Kündigungsfrist<sup>4</sup> geht das Verwaltungsrecht über das Sondervermögen auf die Depotbank über, die dann das Sondervermögen abzuwickeln hat (§ 81 Abs. 4 i.v.m. § 39 Abs. 1 und 2 InvG).

Ein Sonderfall ist in § 81 Abs. 4 Satz 1 beschrieben. Demnach erlischt das Recht der KAG, das Sondervermögen zu verwalten ebenfalls, wenn eine Kapitalanlagegesellschaft zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Rücknahme von Anteilen aussetzt.

Das gerade skizzierte Krisenregime hat sich in den letzten drei Jahren als untauglich erwiesen, Offenen Immobilienfonds in einer Liquiditätskrise die Sanierung zu ermöglichen. De facto finden zu wenige Veräußerungen in der Schutzfrist statt; Kaufinteressenten warten auf das Ende der Schutzfrist und erwerben Immobilien in der Abwicklungsphase zu deutlich niedrigeren Preisen. Hierbei werden aufgrund des Verkaufsdrucks auf Fonds, die sich in Abwicklung befinden, im Vergleich zu solchen, die die Anteilsscheinrückgabe nicht aussetzen mussten, deutlich niedrigere Preise erzielt.<sup>5</sup> Es ist zu erwarten, dass nach dem Übergang an die Depotbank und nach einem kurzen Bieterverfahren nur noch Preise deutlich unterhalb der zuvor gutachterlich ermittelten Verkehrswerte gezahlt werden. In der Folge kann den Anlegern nur noch ein Bruchteil des Nominalwerts ihres Anteils ausgeschüttet werden (§ 39 Abs. 2 InvG).

### b) Neuregelung nach dem KAGB-RE

Der Regierungsentwurf zum KAGB würde die Rechtslage bzgl. der Abwicklung nur marginal ändern. So wird die Frist von 30 Monaten nach § 80 Abs. 4 Satz 1 InvG auf 36 Monate (§ 257 Abs. 4 Satz 1 KAGB-RE) verlängert. Zugleich entfällt die Atempause von 6 Monaten

---

<sup>4</sup> Die BaFin hat bisher Kündigungsfristen von 3 bzw. 5 Jahren genehmigt.

<sup>5</sup> Vgl. *Archner*, Offene Immobilienfonds weiter in der Abwärtsspirale?, Immobilien & Finanzierung 02/2013.

aus (§ 80 Abs. 1 Satz 2 InvG); die KAG trifft unmittelbar mit der Aussetzung auch die Veräußerungspflicht (§ 257 Abs. 1 Satz 2 KAGB-RE).

### **c) Regelungsdefizit**

Das maßgebliche Defizit der derzeitigen gesetzlichen Krisenregelung in den §§ 81 ff. InvG bzw. § 257 KAGB-RE liegt darin, dass der Liquiditätskrise sehr einseitig und allein mit einem Verkaufszwang begegnet wird, wobei ein Anlegerschutz durch eine Verkehrswertgarantie erfolgen soll, deren Ende für alle Beteiligten klar absehbar und damit vor allem strategisch nutzbar ist. Im Ergebnis schützt dieses Regime weder die Anleger noch nützt es der KAG. Es entsteht ein Abwicklungssog, dem der Fonds nicht mehr entgehen kann, da Kaufinteressenten auf den Eintritt in die Abwicklungsphase ohne Preisbindung warten und den dort vorhandenen gesetzlichen Verkaufszwang bei der Preisfindung zu ihrem Vorteil nutzen. Allein die Top-Immobilien, für die ein deutlicher Nachfrageüberhang besteht, werden bereits vorher einen Käufer finden können; derartige Verkäufe schaden aber zugleich den Fortführungschancen des Fonds und damit vor allem dem Anteilswert aller Anleger.

Unbeachtet bleibt bislang, dass sich im Falle der Rücknahmeaussetzung die bis dahin bestehende grundsätzliche Interessensgleichheit aller Anleger auflöst. Zum einen besteht eine Interessensungleichheit zwischen den Anlegern, die im Fonds verbleiben wollen, und denjenigen, die ihre Anteile zurückgeben wollen. Gleichzeitig gibt es in der Abwicklungsphase unterschiedliche Präferenzen bezüglich einer möglichst schnellen Auszahlung und einer möglichst wertschonenden Abwicklung mit entsprechend späterer Auszahlung. Eine sinnvolle Regulierung muss in beiden Phasen diese Gegensätze berücksichtigen und möglichst beiden Interessengruppen gerecht werden oder, falls dies nicht möglich ist, zumindest einen angemessenen Ausgleich zwischen den divergierenden Interessen schaffen.

Sinnvolle Sanierungs- bzw. Abwicklungsregeln sind zudem nicht nur im Krisenfall wichtig, sondern bereits im normalen Betrieb als Teil des Risikomanagements für die Stabilität des Offenen Immobilienfonds von maßgeblicher Bedeutung. Das dem Offenen Immobilienfonds konstruktionsbedingt innewohnende Run-Risiko wird durch ein sinnvolles Sanierungs- und Abwicklungsregime gemindert, da es für diejenigen Anleger, die keinen akuten Liquiditätsbedarf haben, keinen finanziellen Anreiz schafft, im Krisenfall ebenfalls schnellstmöglich ihre Anteile zurückzugeben. Müssen hingegen alle Anleger befürchten, im Falle einer Rücknahmeaussetzung durch die automatisch einzuleitenden Maßnahmen Geld zu verlieren, haben ausnahmslos alle Anleger einen Anreiz, bereits bei geringfügigen Anzeichen eines drohenden Liquiditätsengpasses frühestmöglich die Rücknahme zu verlangen. Der Offene Immobilienfonds wird daher durch eine unzureichende Regulierung seiner Sanierung/Abwicklung erst in die Abwicklung gedrängt. Umgekehrt ist eine sinnvolle Regulierung geeignet, dieselbe zu verhindern.

In diesem Kontext ist es auch nicht sinnvoll, den Offenen Immobilienfonds in die Abwicklung zu drängen, nur weil die KAG dreimal binnen fünf Jahren die Rücknahme verweigert (§ 81 Abs. 4 Satz 1 bzw. § 257 Abs. 4 KAGB-RE). Bei enger Auslegung würde dies bereits eine Abwicklung nach sich ziehen, wenn der Fonds die Rücknahme drei Mal für je einen Tag verweigert hätte. Liquiditätstransformation und entsprechend auch Liquiditätsrisiko sind inhärenter Konstruktionsbestandteil des Offenen Immobilienfonds (produktspezifisches Liquiditätsrisiko). Sofern dieses in Form von vorübergehenden Rücknahmeaussetzungen auch zu Tage tritt, entspricht dies dem erwartungsgemäßen Liquiditätsrisiko

und kann somit auch nicht zur Begründung einer Abwicklungsverpflichtung herangezogen werden.

Entsprechend sollte erst bei einer Rücknahmeaussetzung von mehr als sechs Monaten über einen Zeitraum von zwei Jahren eine Sanierung, nicht aber automatisch eine Abwicklung eingeleitet werden. Eine gesetzliche Verpflichtung zur sofortigen Abwicklung ist nach unserem Vorschlag in diesem Fall nicht erforderlich, da die Anleger in einer Abstimmung die Bestellung eines Anlegervertreeters und damit die Sanierung verweigern können und erst infolgedessen die Abwicklung (automatisch) einzuleiten ist.

#### **d) Reformvorschlag – Schaffung einer echten Sanierungsoption**

Die aktuelle Reforminitiative im Rahmen der Umsetzung der AIFM-Richtlinie sollte genutzt werden, um die Regelungen in den §§ 81-81b InvG bzw. §§ 257-259 KAGB-RE grundlegend zu erneuern und endlich auch diesem Sondervermögen ein zeitgemäßes Sanierungs- und Abwicklungsverfahren zur Verfügung zu stellen. Der Regelungsansatz orientiert sich dabei weitgehend an bestehenden Sanierungsverfahren im Bereich des Pfandbrief-, Schuldverschreibungs- und Insolvenzrechts.

#### **(1) Grundansatz: Flexible Krisenreaktion und Anlegerschutz durch Entscheidungsmacht/Partizipation**

Gerade auch in der Liquidationskrise eines Offenen Immobilienfonds bedarf es der flexiblen Reaktion des Managements, ohne hierbei der Anlegerschutz in den Hintergrund zu rücken. Folgerichtig sind es das Fondsmanagement und die Anleger, die gerade auch in der Krise darüber entscheiden müssen, wie auf dieselbe reagiert werden soll. § 81b InvG fußt auf dieser Überlegung, wenn es den Anlegern dort möglich ist, von der KAG vorgeschlagene Veräußerungen aus dem Sondervermögen auch innerhalb der Schutzfristen zu höheren als den gesetzlich erlaubten Abschlägen zu genehmigen. Hält die Anlegermehrheit einen solchen Verkauf für interessengerecht, so legitimiert sie zugleich auch eine damit einhergehende Minderung ihrer Anteilswerte.

Das hier zum Ausdruck kommende Entscheidungsregime (Management agiert, Anleger legitimiert) sollte zum gesetzlichen Regelfall werden. Der KAG obliegt es, ein Konzept zur Bewältigung der Krise bzw. im worst case zur Abwicklung des Sondervermögens zu entwickeln, das die Anleger dann akzeptieren müssen, um Eingriffe in Anlegerrechte zu legitimieren.

Hierzu wird die Anlegerentscheidung über das Sanierungs- oder Abwicklungsregime auf zwei Zeitpunkte verteilt.

- **Festlegung des Sanierungs- und Abwicklungsansatzes in den Anlagebedingungen und im Verkaufsprospekt („living will“)**

Zunächst wird die KAG verpflichtet, für den Fall der Aussetzung der Anteilsrücknahme bereits in die Anlagebedingungen und folglich in den Verkaufsprospekt darzustellen, nach welchem Modell die Wiedereröffnung erreicht werden soll bzw. ob im Fall einer Abwicklung die Liquidation des Sondervermögens wertschonend oder aber schnellstmöglich erfolgen soll. Hierbei bestünde für die KAG beispielsweise auch die Wahl zwischen den vom BVI vorgeschlagenen „Gates & Queuing“- und dem „Teilungsmodell“. Beide Modelle sind

– wie im Anhang 1 ausgeführt wird – rechtlich unbedenklich. Andere Modelle wären ebenso denkbar.

Es vervollständigt sich somit ein konkretes Risikoprofil des Fonds, das die Aussetzungsphase mit umfasst und das der Anleger mit seiner Anlageentscheidung insgesamt „absegnet“.

Zugleich ist die KAG im Fall der Aussetzung berechtigt, unmittelbar mit der Umsetzung des in den Anlagebedingungen beschriebenen und damit von den Anlegern mit ihrer Investitionsentscheidung akzeptierten Sanierungs- oder Abwicklungsverfahren zu beginnen.

- **Anlegerabstimmung in der Aussetzungsphase bei Abweichungen vom Sanierungskonzept**

Erweist sich das in den Anlagebedingungen beschriebene Modell in der aktualisierten Krise als suboptimal, so kann die KAG ein geändertes Konzept als Sanierungsplan vorlegen, das allerdings – da es in die Rechte der Anleger eingreift – der erneuten Zustimmung der Anleger bedarf. Angesichts der Vielzahl von Anlegern bei einem Publikums-Sondervermögens wird ein Mehrheitsquorum zu verlangen sein.

## **(2) Das empfehlenswerte Sanierungs- und Abwicklungsmodell**

Aus diesen Grundsätzen ergibt sich folgender Vorschlag für ein Sanierungs- und Abwicklungsverfahren.

- 1. bis max. 6. Monat: **Atempause**

Nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme wird die Verwaltungsbefugnis zunächst unbeeinträchtigt bei der KAG bleiben müssen, um im Interesse der zu diesem Zeitpunkt primär verfolgten schnellen Krisenbewältigung und Sanierung des Fonds Unterbrechungen im Management möglichst zu vermeiden. Die **Kontinuität der Unternehmensführung** scheint hier (trotz fortlaufender Verwaltungsgebühren) vorteilhaft. Dies entspricht der geltenden Rechtslage.

Ist eine KAG gezwungen, die Rücknahme von Anteilen auszusetzen, so ist auf eine sofort einsetzende Veräußerungspflicht (vgl. § 257 Abs. 1 Satz 2 KAGB-RE) im Hinblick auf die aufgezeigten Fehlanreize (siehe oben unter 1.) zu verzichten. Stattdessen muss das Fondsmanagement zunächst – wie bisher (vgl. § 81 Abs. 1 Satz 2 InvG) – frei diejenigen Maßnahmen ergreifen dürfen, die angesichts der Liquiditätskrise im Einzelfall als angemessen erscheinen, um die Wiedereröffnung des Fonds zu erreichen. In der Vergangenheit haben es einige Fonds geschafft, innerhalb der 6-Monatsfrist des § 81 Abs. 1 Satz 2 InvG wieder zu eröffnen. Diese Option sollte der KAG auch in Zukunft zur Verfügung stehen.

Während der Atempause soll die KVG insbesondere ihr Geschäftsmodell überprüfen können. Hierzu gehören insbesondere der Grad der Fristentransformation, aber z.B. auch das Vertriebsmodell oder besondere Vertriebsmaßnahmen, da nach unserem Modell die Anteilsscheinausgabe auch weiterhin möglich sein soll, wenn der Fonds die Rücknahme ausgesetzt hat, um hierdurch neue Liquidität zuführen zu können. Dies wird ergänzt durch eine anreizkompatible Gebührenregelung (siehe S. 15, „Vergütungsfragen“).

Die weiterhin konkret zu ergreifenden Maßnahmen ergeben sich aus dem Sanierungskonzept in den Anlagebedingungen. Sofern das Fondsmanagement zu der Erkenntnis kommt, dass die Anlagebedingungen – insbesondere hinsichtlich der Rücknahmebedingungen –

geändert werden müssen, um eine dauerhafte Wiedereröffnung zu erreichen, so kann sie eine Änderung nur dann vornehmen, wenn sie eine Anlegerabstimmung durchführt und diese den Vertragsänderungen zustimmt. Hinzu kommt weiterhin die Prüfung der Anlagebedingungen durch die Bundesanstalt.

- 7. bis max. 36. Monat: Sanierungsverfahren

Gelingt dem Fondsmanagement keine Wiedereröffnung in der Atempause, so bestellt die BaFin auf Vorschlag der KVG einen „gemeinsamen Anlegervertreter“ (GAV). Nach dem Vorbild des gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger nach dem Schuldverschreibungsgesetz (§ 7 SchVG) wird der GAV von nun an die Interessen der Anleger gegenüber der KAG vertreten. Der GAV muss unabhängig von der KAG und ihren Organen sein; er darf auch nicht identisch mit dem unabhängigen Vertreter im Aufsichtsrat der KVG nach §6 Abs. 2a InvG bzw. 18 Abs. 3 KAGB-RE sein. Die KVG hat ein Vorschlagsrecht hinsichtlich der Person des GAV. Dessen Aufgabe wird in der Sanierungsphase darin bestehen, die Sanierungsmaßnahmen der KVG zu überwachen, ggf. Alternativkonzepte zu entwickeln und den Anlegern zur Entscheidung vorzulegen, Schadenersatzansprüche gegen die KVG, die Sachverständigen oder andere zu prüfen und ggf. durchzusetzen, an Verkaufsverhandlungen teilzunehmen und dabei wie auch insgesamt die Interessen der Anleger zu vertreten.

Die Zielsetzung des GAV ist gerade keine „Kriminalisierung“ einer AIF-KV, die sich – zum Schutz der Anleger – entschlossen hat, die Rücknahme auszusetzen. Die Bestellung des GAV soll vielmehr in dieser besonderen Situation als vertrauensbildende Maßnahme für den Anleger wirken und ein Gegengewicht zu der in unserem Modell präferierten weitreichenden Gestaltungsmöglichkeiten des Fondsmanagement bilden.

Der „gemeinsame Anlegervertreter“ erhält befristet die Rechte und Pflichten eines Aufsichtsrats der KVG und steht diesem beratend zur Seite. Stellt er eine mangelhafte Umsetzung des Sanierungskonzepts fest, so darf er die Anleger über Missstände informieren und ggf. eine Anlegerabstimmung verlangen, in der er geeignete Maßnahmen vorschlagen kann. Dies kann im Einzelfall auch die Feststellung des Scheiterns des Sanierungskonzepts und damit der sofortige Übergang in die Abwicklungsphase sein.

In der Sanierungsphase hat die KAG:

1. entweder das Sanierungskonzept aus den Anlagebedingungen fortzuführen, da es weiter den Sanierungserfolg, also die Wiedereröffnung binnen 36 Monaten nach Aussetzung, verspricht oder aber in Abstimmung mit dem GAV ein aktualisiertes Sanierungskonzept zu entwickeln, das die Wiedereröffnung des Fonds spätestens 36 Monate nach Aussetzung der Anteilsrücknahme zum Ziel hat. Bei letzterem ist das Fondsmanagement grundsätzlich **frei in der Wahl der Anpassungsmaßnahmen**. Allerdings müssen auch in dieser Phase Sanierungsmaßnahmen vorgeschlagen werden, die geeignet sind, die typischerweise unterschiedlichen Interessen der Anleger zu berücksichtigen.
2. anderenfalls eine Anlegerabstimmung zu organisieren, die im 7. Monat nach der Aussetzung stattzufinden hat. Auch der GAV kann diese Versammlung einberufen, wenn er ein Alternativkonzept befürwortet.

Einer Anlegerabstimmung bedarf es mithin nur, falls die KVG für die Umsetzung der in ihrem in der Krise aktualisierten Sanierungskonzept vorgesehenen Maßnahmen einer Entbindung von den Vorgaben des in den Anlagebedingungen beschriebenen Sanierungs-



modells bedarf oder aber der GAV ein Alternativkonzept empfiehlt. Beschlussgegenstand einer solchen Anlegerabstimmung ist dann stets die Bestätigung des gemeinsamen Anlegervertreeters – **erster Beschlussgegenstand**. Daneben ist das aktualisierte Sanierungskonzept der KVG oder des GAV den Anlegern zur Annahme vorzulegen – **zweiter Beschlussgegenstand**.

Dieses Alternativkonzept kann vor allem eine **Änderung der Anlagebedingungen** hinsichtlich der Rücknahmebedingungen beinhalten:

- Änderung der Rückgabefrequenz auf max. einmal jährlich
- Einführung oder Änderung von Kündigungsfristen für die Anteilsrückgabe im gesetzlich zulässigen Rahmen
- Änderungen (Herabsetzung) von Freibeträgen
- Einführung oder Änderung von Rückgabeabschlägen

Die **Anlegerabstimmung** wird – wie nach geltendem Recht (vgl. § 82 Abs. 3 InvG; auch § 259 Abs. 3 KAGB-RE) – ohne Versammlung durchgeführt. Die Abstimmung ist den Anlegern wie die Aussetzung der Anteilsrücknahme bekannt zu machen; zugleich hat eine öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger zu erfolgen. Dabei sind die Tagesordnung, die Beschlussgegenstände, die Anforderungen an eine Vollmachtserteilung bei Stimmrechtsvertretungen (vgl. § 14 SchVG) durch die Depotbank oder andere Personen sowie Form und Frist der Stimmabgabe (vgl. § 18 Abs. 3 SchVG) mitzuteilen. Die Abstimmung wird von einem von der KAG bestellten Notar geleitet, der nach Ablauf der Abstimmungsfrist die Beschlussfähigkeit sowie das Abstimmungsergebnis feststellt und bekanntmacht. Angesichts der traditionell hohen Anlegerpassivität sollte die Beschlussfähigkeit bereits festgestellt werden dürfen, wenn 30% der Stimmrechte (ebenso § 82 Abs. 2 Satz 1 InvG bzw. § 259 Abs. 2 Satz 1 KAGB-RE) an der Abstimmung teilgenommen haben. Zur Annahme der Beschlussvorlagen genügt die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen, wobei sich das Stimmgewicht wieder nach dem Nennwert des Anteils bestimmt (ebenso bereits § 82 Abs. 2 Satz 2 InvG bzw. § 259 Abs. 2 Satz 2 KAGB-RE, die jeweils auf § 6 SchVG verweisen).

Wird der gemeinsame Vertreter oder aber das Sanierungskonzept von den Anlegern abgelehnt oder die Beschlussfähigkeit nicht erreicht, so darf die KVG die Abstimmung mit geändertem Beschlussgegenstand (andere Person als Vertreter; geändertes Sanierungskonzept), vor allem aber ohne Mindestbeteiligungsquorum (vgl. § 15 Abs. 3 Satz 2 und 3 SchVG – **zweite Abstimmung**) einmal wiederholen. Wird auch hier keine Zustimmung erreicht oder aber auf eine zweite Abstimmung verzichtet, so beginnt unmittelbar das Abwicklungsverfahren.

- (ggf.) ab dem 37. Monat, aber u.U. auch früher: **Abwicklungsverfahren**

Gelingt es der KAG nicht, ein positives Anlegervotum zu erreichen oder aber trotz des Sanierungskonzepts den Fonds binnen 36 Monaten nach der Aussetzung wiederzueröffnen, so ist es angezeigt, das gescheiterte Fondskonzept aufzugeben und das Sondervermögen abzuwickeln. Die Abwicklung eines Immobilien-Sondervermögens sollte sich dabei an den Vorgaben des Abwicklungsregimes für die Deckungsmasse nach dem Pfandbriefgesetz (§§ 30 bis 36 PfandbriefG) sowie an insolvenzrechtlichen Grundprinzipien orientieren (Einzelheiten dazu in der Anlage).

Zunächst erscheint es angebracht, das Sondervermögen bis zur endgültigen Abwicklung beim **Rechtsträger**, also bei der KVG, zu belassen, um unnötige Transaktionskosten

(Grunderwerbssteuer, Notarkosten usw.) zu vermeiden. Die derzeitige Rechtslage berücksichtigt dies leider noch nicht (vgl. § 39 Abs. 1 InvG bzw. § 100 Abs. 1 KAGB-RE – Rechtsträgerwechsel beim Sondervermögen).

Sofern keine entgegenstehenden Hindernisse bekannt sind, erscheint es zweckmäßig, die KAG auch in der Abwicklungsphase **in Eigenverwaltung** mit dem Verkauf des Fondsvermögens zu betrauen. Der Gemeinsame Anlagevertreter vertritt auch in dieser Phase in besonderer Weise die Interessen der Anleger. Die Konstellation entspricht mithin der einer Eigenverwaltung mit Sachwalter im Insolvenzverfahren (§§ 270 ff. InsO).

Auch wenn die bisherige Praxis der Abwicklung der Fonds hierfür keinen konkreten Anlass gibt, erscheint es dennoch zweckmäßig, auch für den Fall Vorsorge zu treffen, dass die KVG der Aufgabe einer ordnungsgemäßen Abwicklung nicht gerecht wird (**ultima ratio**). Aufgrund der o.a. Problematik der anfallenden Kosten wird es regelmäßig nicht zweckmäßig sein, das rechtliche Eigentum auf einen anderen Rechtsträger zu übertragen (wirtschaftliche Eigentümer sind ohnehin weiterhin die Anleger). Stattdessen erscheint es hinreichend, der KVG – wie in einem Insolvenzverfahren (§ 80 InsO) oder der Insolvenz einer Pfandbriefbank (§ 30 Abs. 2 Satz 2 PfandbriefG) – allein die **Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis für das Immobilien-Sondervermögen** zu entziehen. Diese Befugnisse wären dann durch die BaFin auf einen **Sonderverwalter** zu übertragen, wofür im Fall der vorherigen Bestellung eines „gemeinsamen Anlegervertreter“ die Übertragung auf diese Person erfolgen sollte, ist sie doch ohnehin schon mit den Problemen des Fonds vertraut. Bei Zweifeln an seiner Unabhängigkeit wird aber auch eine andere Person an seiner Stelle oder aber zusätzlich (vgl. § 30 Abs. 2 Satz 1 PfandbriefG, der ebenso die Bestellung von zwei Sachwaltern zulässt) bestellt werden können. Die derzeit stattfindende Überantwortung der Abwicklung auf die Depotbank (§ 39 Abs. 1 und 2 InvG bzw. § 100 Abs. 1 und 2 KAGB-E) ist weder ideal<sup>6</sup> noch wird dies von der Depotbank gewünscht werden, die in der Regel über keine immobilienpezifischen Kenntnisse verfügt. Die Depotbank bzw. Verwahrstelle sollte daher nicht in diese Rolle gedrängt werden.

Der Sonderverwalter, in dessen Aufgabenkreis es nun fällt, das Sondervermögen zu liquidieren, wird weder Teil des Managements der KAG, die ja weiter der Rechtsträger des Sondervermögens bleibt, noch hat er Weisungsrechte gegenüber dem Management der KAG hinsichtlich der Verwaltung anderer Fonds sowie des Einsatzes der dazu notwendigen Sach- und Personalmittel. Der Sonderverwalter kann ggf. die Abwicklung des Immobilien-Sondervermögens, insbesondere also die Veräußerung von Portfolio-Immobilien, gänzlich eigenständig durch eigenes Personal oder die Beschäftigung Dritter vornehmen; er muss aber Zugriff auf die Ressourcen der KVG haben, die für die Fondsverwaltung unabdingbar sind. Die KAG trifft insofern eine Unterstützungspflicht, die ihre Grundlage in dem fortbestehenden Anlegerauftrag hat. Will der Sonderverwalter also etwa auf KAG-Personal zurückgreifen, um eine Immobilienveräußerung vorzunehmen, so muss die KAG die Arbeitskraft (entgeltlich) zur Verfügung stellen. Ressourcenkonflikte sind grundsätzlich einvernehmlich (kooperativ) zu lösen. Grundsätzlich wird die KAG aber bis zur Grenze der Unzumutbarkeit gehalten sein, Anforderungen des Sonderverwalters zu bedienen. Hieraus eventuell folgende Störungen in der Verwaltung anderer (nicht ausgesetzter) Sondervermögen durch die KAG sind (ebenfalls) bis zur Grenze der Unzumutbarkeit hinzunehmen, wobei wiederum die Kooperationspflicht dazu führen sollte, dass einvernehmliche Lösungen gefunden werden. Ausstrahlungswirkungen der Fremdverwaltung nur eines Sonder-

---

<sup>6</sup> Zu den Interessenskonflikten vgl. etwa *Archner, G* „Ein Fressen für Geier-Fonds“, Immobilienzeitung vom 10.1.2013; auch *Ohl*, „Der vergessene Anleger“, Börsenzeitung vom 8.1.2013.

vermögens auf die Eigenverwaltung anderer Sondervermögen lassen sich in Konstellationen, in denen verschiedene Vermögensmassen von einer Stelle verwaltet werden, dann aber nur einzelne der verwalteten Vermögen in Fremdverwaltung abgewickelt werden, nicht umgehen. Sie sind etwa in der Konzerninsolvenz Alltag und werden dort ebenso durch die Normierung von Kooperationspflichten minimiert.<sup>7</sup>

In der Liquidation des Sondervermögens muss die Übertragung des Verwaltungsrechts auf eine andere KAG ebenso möglich sein wie ein Abverkauf aller Vermögensgegenstände desselben.

### (3) Vorteile des beschriebenen Modells

Die entscheidenden Vorteile des hier skizzierten Sanierungs- und Abwicklungsregimes liegen darin, dass

1. es trotz der Aussetzung **keinen** – für die Käuferseite zum Nachteil der Preisbildung planbaren – **Verkaufs- und Abschlagszwang** für Immobilien aus dem Sondervermögen gibt;
2. die Sanierungs-/Abwicklungsentscheidung inhaltsoffen bleibt und durch den Personenkreis **legitimiert** wird, der das wirtschaftliche Risiko einer Fehlentscheidung mit seinem Anteilswert trägt.

Parallel dazu wird es den Anlegern weiterhin jederzeit möglich sein, ihre Anteilsscheine an der Börse (**Zweitmarkt**) zu veräußern. Sofern eine wie hier skizzierte wertschonende Liquidation grundsätzlich gesichert ist, verringert dies zugleich den Abschlag vom anteiligen Inventarwert bei der Festlegung des Börsenkurses zwischen Käufer und Verkäufer. Somit ist eine wertschonende Liquidation auch für denjenigen Anlegerkreis vorteilhaft, der aufgrund von hoher Liquiditätspräferenz seine Anteile vorzeitig an der Börse veräußern möchte. Die Käufer steigen dann in die Position der Altanleger ein und werden am Liquidationsergebnis beteiligt.

### (4) Vergütungsfragen

#### - Vergütung bzw. Kostenersatz der KAG

Während der ersten sechs Monate nach der Rücknahmeaussetzung („Atempause“) erhält die KAG 75% des durchschnittlichen zeitgewichteten Vergütungssatzes (in Prozent des Anlagevermögens) der letzten fünf Jahre. Dies setzt einen finanziellen Anreiz für die KAG, eine Aussetzung der Rücknahme zu vermeiden bzw. möglichst kurz zu halten. Während der Sanierungsphase erhält die KAG 60% nach Satz 1 oder aber den Ersatz der tatsächlich nachgewiesenen Kosten der Sanierung, um die besonderen Kosten einer Sanierung abdecken zu können und zugleich einen Sanierungsanreiz zu setzen. Die KAG hat sicherzustellen, dass in der Sanierungsphase die Verwaltungsgebühr tatsächlich für die Aufrechterhaltung der Verwaltung in der KAG zur Verfügung steht; die Abtretung (bspw. an Vertriebspartner) ist für die Dauer der Sanierungsphase unzulässig. Während der Abwicklungspha-

---

<sup>7</sup> Siehe den UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law, Part 3: Treatment of enterprise groups in insolvency, Recommendations 246-250. Auch der neue Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Erleichterung der Bewältigung von Konzerninsolvenzen, den das BMJ am 3.1.2013 in Umlauf gebracht hat, beinhaltet im Kern Koordinierungsregelungen und Kooperationspflichten (S. 21 ff.).

se erhält die KAG, soweit sie in Eigenverwaltung auch die Abwicklung betreibt, weiter die Vergütung aus der Sanierungsphase; im Fall einer Sonderverwaltung steht ihr analog zu § 31 Abs. 8 Pfandbriefgesetz nur der Ersatz ihrer Kosten zu, sofern sich der Sonderverwalter ihrer Einrichtungen bedient.

In der Mehrzahl der Anlagebedingungen wird der KAG eine An- bzw. Verkaufsgebühr zugestanden. Diese setzt aus unserer Sicht sowohl im Normalbetrieb als auch in der Atempause bzw. der Sanierungsphase die falschen ökonomischen Anreize, zumal die Kosten für eine Ankaufsprüfung (due dilligence) ohnehin in der Regel aus den Sondervermögen beglichen werden. Im Normalbetrieb sollte die KAG grundsätzlich daran interessiert sein, das Portfolio zu halten, unnötige Umschichtungen zu vermeiden und nur entsprechend der zyklischen Entwicklungen auf den Immobilienmärkten Verkaufschancen zur Portfoliobereinigung zu nutzen. In der Atempause und der Sanierungsphase sollte die KAG ihr Interesse hingegen darauf richten, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, die zur Wiedereröffnung führen, wozu nicht notwendigerweise ein Verkauf der Immobilien gehört (siehe etwa das Teilungsmodell). Die reine Verkaufstätigkeit sollte daher bereits mit der laufenden Verwaltungsgebühr abgegolten sein. Gebühren, die einen Anreiz zu einer Handelstätigkeit der KAG geben, sollten hingegen nicht zulässig sein.

#### - Vergütung des Anlagevertreters bzw. Sonderverwalters

Die Vergütung des gemeinsamen Anlegervertreeters kann angesichts seiner parallelen Aufgaben in Anlehnung an § 7 Abs. 6 SchVG geregelt werden (Auslagenersatz und „angemessene Vergütung“). Kostenschuldner seiner Vergütung ist die KAG, da er funktional ihrem Aufsichtsrat gleichsteht.

Die Vergütung des Sonderverwalters sollte sich – in Anlehnung an die Verwaltervergütung im Insolvenzrecht (InVV) – an Gebührentatbeständen orientieren und entsprechende Erhöhungen bei steigendem Aufwand zulassen. Ggf. kann auf die InVV verwiesen werden. Kostenschuldner ist nun das Sondervermögen, nicht aber die KAG. Letztere verdient in dieser Phase nichts mehr am Fonds; sie bekommt allenfalls die Inanspruchnahme ihrer Einrichtungen durch den Sonderverwalter entschädigt.

Der Anreiz zu sorgfältiger Tätigkeit sollte primär aus der Verantwortung und Haftung des Verwalters im Innenverhältnis zu seinen Anlegern entspringen – also aus einem Haftungsrisiko bei Verursachung eines Quotenschadens im Wege einer Pflichtverletzung. Auch hier mag § 60 InsO (Insolvenzverwalterhaftung) als Vorbild dienen. Zu deren Vorbereitung sind Rechnungslegungspflichten zu installieren (siehe etwa § 66 InsO).

Die so geregelte Verwalterhaftung hat im Bereich der Sanierungsverwaltung zur Herausbildung von motivierten Verwaltern geführt.

## 5. Denkbare Handlungsszenarien

Folgende Szenarien sind nach unserem Modell denkbar:

### *Szenario 1 (Monat 1-6): Wiederöffnung in der „Atempause“*

Aufgrund eines Liquiditätsengpasses setzt die KAG die Anteilsrücknahme aus und beginnt sogleich mit Maßnahmen zur Liquiditätsbeschaffung (egal welche), die binnen 6 Monaten zur Wiedereröffnung führen. Die einzige Restriktion für die KAG wegen der Aussetzung ist eine Vergütungskürzung um 25%, die als Anreiz wirken soll, die Aussetzung nicht leichtfertig zu beschließen. Sofern die KAG in dieser Phase die Vertragsbedingungen, insbesondere die Rücknahmebedingungen dauerhaft ändern möchte, muss sie ein Anlegerquorum herbeiführen.

### *Szenario 2 (Monat 7-24): Sanierung nach Vertragsbedingungen*

Eine Wiedereröffnung gelingt innerhalb der 6 Monate nicht, weshalb die KAG unmittelbar nach Wahrnehmung dieses Umstandes mit der Umsetzung des in den Anlagebedingungen beschriebenen Sanierungskonzepts beginnt. Mit dem Beginn des 7. Monats setzt die Vergütungskürzung auf 60% ein und die KAG bekommt einen gemeinsamen Anlegervertreter als Aufsichtsorgan der Anleger, der von der BaFin bestellt wird und die Erfolgsaussichten des Sanierungskonzepts wie auch eventuelle Schadenersatzansprüche der Anleger gegen die KAG prüft. Grundsätzlich kann die KAG unter Aufsicht des Anlegerververtreters bis zu 36 Monate lang versuchen, die Wiedereröffnung mit dem Sanierungsmodell zu erreichen.

### *Szenario 3 (Monat 7-24): Sanierung durch geänderte Vertragsbedingungen:*

Eine Wiedereröffnung gelingt innerhalb der 6 Monate nicht, weshalb die KAG unmittelbar nach Wahrnehmung dieses Umstandes mit der Umsetzung eines neuen Sanierungskonzeptes beginnen und hierzu die Anlagebedingungen etwa hinsichtlich der Rückgabemodalitäten ändern will, so verfolgt sie ein Konzept, das von demjenigen abweicht, das in den Anlagebedingungen als „living will“ beschrieben wurde. Zur Umsetzung dieses neuen Konzepts bedarf die KAG einer Anlegerabstimmung (spätestens im 7. Monat nach Aussetzung). Im Übrigen entspricht der Verfahrensgang Szenario 2.

### *Szenario 4 (ab Monat 37): Abwicklung*

Scheitert die Sanierung/Wiedereröffnung (wegen der Erfolglosigkeit des Sanierungsmodells oder aber wegen der Ablehnung des Sanierungskonzepts durch die Anleger – Hinweis: in der 2. Abstimmung bedarf es keines Mindestquorums mehr für die Beschlussfähigkeit, so dass das Konzept nicht an formalen Hürden scheitern kann) –, so obliegt der KAG auch die Abwicklung des Fonds-Sondervermögens. Der gemeinsame Anlegervertreter behält dabei seine Aufsichtsfunktion im Interesse der Anleger (als quasi „Sachwalter“). Ist die KAG zu einer solchen Abwicklung nicht willens bzw. aufgrund des Krisengeschehens nach Auffassung der Bundesanstalt nicht geeignet, so geht die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis (nicht aber das Eigentum) am Sondervermögen auf ein oder zwei von der Bundesanstalt bestellte Sonderverwalter über. Die Aufgabe in der Abwicklungsphase besteht nun allein darin, das Sondervermögen zu liquidieren und die Anleger auszubezahlen. Die Verwertungsstrategie liegt weitgehend im Ermessen der eigenverwaltenden KAG bzw. der Sonderverwaltung. Letztere dürfen zur Umsetzung ihres Verwertungskonzeptes eigenständig (mit eigenen Personal- und Sachmitteln) arbeiten, aber auch die personellen und sachlichen Ressourcen der KAG gegen Entgelt nutzen; die KAG ist insofern zur Kooperation verpflichtet.

## 6. Regelungsvorschlag für das neue KAGB

Die vorgeschlagenen Änderungen würden zu folgenden Gesetzesänderungen führen:

- a) Neuer § 245 Abs. 2 KAGB-E

### § 245

#### Treuhandverhältnis

(1) Abweichend von § 92 Absatz 1 können Vermögensgegenstände, die zum Immobilien-Sondervermögen gehören, nur im Eigentum der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft stehen.

(2) Gebühren für Ankäufe sowie Veräußerungen von Gegenständen aus dem Immobilien-Sondervermögen darf weder die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft noch die Verwahrstelle verlangen.

- b) Geänderter § 248 Abs. 3 KAGB-E

### § 248

#### Sonderregeln für die Bewertung

...

(5) Die Differenz zwischen Ausgabe- und Rücknahmepreis, die mindestens 2 Prozent betragen muss (gesetzlicher Ausgabeaufschlag), verbleibt im Sondervermögen und wird einem Rückstellungskonto für Bewertungsänderungsrisiken zugeführt. Das Rückstellungskonto für Bewertungsänderungen darf nur aufgelöst werden, insoweit sich am Ende des Geschäftsjahres ein negativer Wertveränderungssaldo ergibt oder die Rückstellung 10 Prozent des Verkehrswertes der Vermögensanlagen mit Ausnahme der Anlagen nach § 253 Abs. 1 übersteigt.

- c) Geänderter § 255 KAGB-E

### § 255

#### Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann die Ausgabe von Anteilen jederzeit aussetzen, sofern sie dies aus Gründen des Liquiditätsmanagement für erforderlich hält. Sie hat die Rücknahme der Anteile zumindest vorübergehend zu verweigern und auszusetzen,

wenn die Bankguthaben und der Erlös der nach § 253 Absatz 1 angelegten Mittel zur Zahlung des Rücknahmepreises und zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung nicht ausreichen oder nicht sogleich zur Verfügung stehen. Die Aussetzung hindert die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht daran, weitere Anteile auszugeben. § 98 Abs. 2 Satz 2 gilt nicht.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann in die Anlagebedingungen folgende Regelungen für die Rückgabe von Anteilen aufnehmen:

1. die Rückgabefrequenz, wobei eine Rückgabe mindestens einmal jährlich möglich sein muss;
2. einen Freibetrag bis maximal 30 000 Euro, einen Freibetrags-Bemessungszeitraum von monatlich bis maximal jährlich sowie die Anzahl der maximal zulässigen Freibetragsabrufe innerhalb eines Kalenderjahres; das Produkt aus Freibetrag und Anzahl der Freibetragsabrufe darf nicht höher als 60 000 sein.
3. eine Kündigungsfrist für eine über den Freibetrag hinausgehende Anteilsrückgabe von mindestens 3 Monaten bis maximal 24 Monaten;
4. einen Rückgabeabschlag von maximal 10 Prozent, der dem Sondervermögen zufließen muss;
5. eine frei zu bestimmende Mindesthaltefrist.

d) Geänderter § 256 KAGB-E

## **§ 256**

### **Zusätzliche Angaben im Verkaufsprospekt und in den Anlagebedingungen**

(1) Der Verkaufsprospekt muss zusätzlich zu den Angaben nach § 165 folgende Angaben enthalten:

1. einen ausdrücklichen, drucktechnisch hervorgehobenen Hinweis, dass der Anleger abweichend von § 98 Absatz 1 Satz 1 von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme von Anteilen und die Auszahlung des Anteilwertes nur zu den Rücknahmetermeninen und den Rückgabebedingungen verlangen kann, die in den Anlagebedingungen bestimmt sind,
2. alle Voraussetzungen und Bedingungen für die Rückgabe und Auszahlung von Anteilen aus dem Sondervermögen Zug um Zug gegen Rückgabe der Anteile, insbesondere Kündigungsfristen, Freibeträge, Rückgabeabschläge, Mindesthaltefristen nach § 255 Abs. 2, sowie das Sanierungsmodell (inklusive standardisierter Maßnahmen), mit dem voraussichtlich die Wiedereröffnung erreicht werden soll,
3. einen ausdrücklichen, drucktechnisch hervorgehobenen Hinweis, dass eine Änderung der Anlagebedingungen grundsätzlich jederzeit, nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme (§ 257) zum Zwecke der Sanierung nur mit mehrheitlicher Zustimmung der Anlegerversammlung (§ 259) zulässig ist,

(2) Die Angaben nach Absatz 1 Nummer 2 und 3 sind in die Anlagebedingungen aufzunehmen.

e) §§ 257-260 KAGB-E (zuvor §§ 81 bis 82 InvG)

## § 257

### Verfahren nach Aussetzung der Rücknahme

~~(1) Verlangt der Anleger, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil am Immobilien-Sondervermögen ausgezahlt wird, so Zur Beschaffung der für die Rücknahme der Anteile notwendigen Mittel hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Vermögensgegenstände des Sondervermögens zu angemessenen Bedingungen zu veräußern.~~

(1) Gelingt binnen sechs Monaten seit der Rücknahmeaussetzung die Wiedereröffnung nicht oder hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft binnen zwei Jahren die Rücknahme von Anteilen für eine Dauer von insgesamt sechs Monaten ausgesetzt, so bestellt die Bundesanstalt bis zur Wiedereröffnung oder Abwicklung des Sondervermögens einen gemeinsamen Anlegervertreter; die Person des gemeinsamen Anlegerverreters kann von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder der Verwahrstelle vorgeschlagen werden. Der gemeinsame Anlegervertreter muss von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und ihren Organen sowie verbundenen Unternehmen unabhängig sein.

(2) Der gemeinsame Anlegervertreter hat die wirtschaftliche Lage des Immobilien-Sondervermögens und das von der AIF-Kapitalanlagegesellschaft verfolgte Sanierungskonzept zu prüfen sowie die Geschäftsführung und die Umsetzung des Sanierungsplans zu überwachen; § 111 Abs. 2 Satz 1 AktG gilt entsprechend. Er macht Ersatzansprüche der Anleger insbesondere gegen die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und deren Vorstand geltend. Er ist befugt, jederzeit eine Anlegerversammlung einzuberufen, insbesondere um ein alternatives Sanierungskonzept vorzulegen; wird die angestrebte Sanierung offensichtlich aussichtslos, so hat er die Anlegerversammlung einzuberufen und Handlungsoptionen vorzubereiten. Für die Bestellung, die Haftung und die Vergütung des gemeinsamen Anlegerverreters gilt ergänzend § 7 des Schuldverschreibungsgesetzes mit der Maßgabe entsprechend, dass an die Stelle der Gläubiger die Anleger treten, an die Stelle des Schuldners die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft; Vergütungsschuldner ist die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft.

(3) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat aus eigener Initiative oder auf Antrag des gemeinsamen Anlegerverreters eine Anlegerversammlung nach § 259 mit dem Ziel zu organisieren, dass die Anleger durch Mehrheitsbeschluss

1. den gemeinsamen Anlegervertreter bestätigen und
2. einem neuen von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem gemeinsamen Anlegervertreter vorgelegten Sanierungsplan zustimmen. Dieser kann auch eine Änderung der Anlagebedingungen beinhalten, insbesondere eine dauerhafte, aber auch nur bedingte oder befristete Änderung der Rückgabemodalitäten wie der Rückgabefristen und –aufschläge oder Kündigungsbedingungen.



Eine Anlegerversammlung nach Satz 1 ist nur entbehrlich, wenn der Sanierungsplan lediglich das in den Anlagebedingungen nach § 256 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 beschriebene Sanierungsmodell umsetzt.

(4) Eine Wiedereröffnung ist ausgeschlossen,

1. mit Ablauf des Monats, in dem die Zustimmung der Anleger zu einem zustimmungsbedürftigen Sanierungsplan endgültig versagt wird,
2. spätestens jedoch mit Ablauf von 36 Monaten nach der Aussetzung der Rücknahme.

Abweichend von § 100 bleibt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in diesem Fall Träger des Sondervermögens. Zweck ihrer Geschäftstätigkeit ist nun die bestmögliche Befriedigung aller Anleger aus der Liquidation des Immobilien-Sondervermögens, die innerhalb von fünf Jahren abgeschlossen werden soll.

(5) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft betreibt die Abwicklung des Immobilien-Sondervermögens in Eigenverwaltung unter Aufsicht des gemeinsamen Anlegervertreeters; für dessen Rechte und Pflichten gilt Abs. 2 mit der Maßgabe entsprechend, dass anstelle eines Sanierungskonzepts nur ein Abwicklungskonzept vorgelegt werden kann. Die Bundesanstalt ist berechtigt, der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft das Recht, das Immobilien-Sondervermögen zu verwalten und über dieses zu verfügen, zu entziehen und dieses Recht auf einen oder mehrere von der Bundesanstalt ernannte Sonderverwalter zu übertragen. Hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach der Ernennung des Sonderverwalters über einen zum Immobilien-Sondervermögen gehörenden Gegenstand verfügt, so ist diese Verfügung unwirksam; die §§ 892 und 893 des Bürgerlichen Gesetzbuchs bleiben unberührt. Hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft am Tag der Ernennung des Sonderverwalters verfügt, so wird vermutet, dass sie nach der Ernennung verfügt hat.

(6) Die Bundesanstalt ernennt eine oder zwei geeignete Personen als Sonderverwalter; sie soll den gemeinsamen Anlegervertreter als Sonderverwalter ernennen. Die Ernennung ist auf Antrag des Sonderverwalters in das Grundbuch der verwalteten Immobilien einzutragen, wenn nach den Umständen zu befürchten ist, dass ohne die Eintragung die Anleger benachteiligt würden. Bei der Ernennung von zwei Sonderverwaltern steht diesen die Geschäftsführung gemeinsam zu. Zweck ihrer Geschäftstätigkeit ist die bestmögliche Befriedigung aller Anleger aus der Liquidation des Immobilien-Sondervermögens, die innerhalb von fünf Jahren abgeschlossen werden soll. Der Sonderverwalter ist berechtigt, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf die personellen und sachlichen Mittel der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zurückzugreifen. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist verpflichtet, den Sonderverwalter bei der Erfüllung seiner Aufgaben zu unterstützen. Greift der Sonderverwalter zur Erfüllung seiner Aufgaben auf die personellen und sachlichen Mittel der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zurück, so sind ihr die dabei tatsächlich anfallenden Kosten aus dem Immobilien-Sondervermögen zu erstatten. Verwertungsentscheidungen liegen im pflichtgemäßen Ermessen des Sonderverwalters; § 260 gilt nicht. Der Sonderverwalter darf eine Anlegerversammlung einberufen, wenn Veräußerungen die Anforderungen des § 260 Abs. 1 Nr. 2 wesentlich unterschreiten oder er es sonst für notwendig hält.

(7) Der Sonderverwalter hat Anspruch auf Vergütung seiner Tätigkeit und Ersatz angemessener Auslagen. Die Kosten der Verwaltung durch den Sonderverwalter einschließlich seiner Vergütung und der Erstattung seiner Auslagen sind vom Immobilien-Sondervermögen

zu tragen Die Berechnung soll sich an den Vorgaben der §§ 1 bis 4 und 7 bis 9 der Insolvenzrechtlichen Vergütungsverordnung mit der Maßgabe orientieren, dass an die Stelle des Insolvenzverwalters der Sonderverwalter, an die Stelle der Insolvenzmasse das Immobilien-Sondervermögen und an die Stelle des Insolvenzgerichts das Gericht des Sitzes der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft tritt. Die Rechtsbeschwerde ist ausgeschlossen. Aus der rechtskräftigen Entscheidung findet die Zwangsvollstreckung nach der Zivilprozessordnung statt.

(8) Der Sonderverwalter hat bei seiner Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers anzuwenden. Er ist bei Pflichtverletzung den Anlegern zum Schadenersatz verpflichtet. § 45c Absatz 7 des Kreditwesengesetzes gilt entsprechend. Der Sonderverwalter kann auf Antrag eines Anlegers durch die Bundesanstalt abberufen werden, wenn ein wichtiger Grund vorliegt.

(9) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft erhält während der ersten sechs Monate nach der Aussetzung der Rücknahme 75 Prozent des durchschnittlichen zeitgewichteten Vergütungssatzes der letzten fünf Jahre. Ab dem siebten Monat nach der Aussetzung der Rücknahme erhält sie 60 Prozent des Vergütungssatzes nach Satz 1 oder aber den Ersatz der tatsächlich nachgewiesenen Kosten der Sanierung. Vereinbarungen über eine Weiterreichung von Gebühreneinnahmen sind mit Aussetzung der Rücknahme unwirksam; hiervon ausgenommen ist die Weiterreichung eines Ausgabeaufschlages, nicht aber des gesetzlichen Ausgabeaufschlags, auf neu ausgegebene Anteilscheine. Mit dem Verlust der Verwaltungs- und Verfügungsbefugnis nach Abs. 5 Satz 2 erlischt der Vergütungsanspruch der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft.

## **§ 258**

### **Aussetzung nach Kündigung**

(unverändert)

## **§ 259**

### **Beschlüsse der Anleger**

(1) Bedarf es nach Maßgabe des § 257 einer Anlegerversammlung, so soll die Abstimmung ohne Versammlung durchgeführt werden.

(2) Ein Beschluss der Anleger ist nur wirksam, wenn mindestens 30 Prozent der Stimmrechte bei der Beschlussfassung vertreten waren. § 5 Absatz 4 Satz 1 und Absatz 6 Satz 1 des Schuldverschreibungsgesetzes sowie die §§ 6, 9 Abs. 1 Satz 1, 10, 12, 13 Abs. 1 und 2, 14, 18 Abs. 2 bis 6 des Schuldverschreibungsgesetzes über Beschlüsse der Gläubiger gelten für Beschlüsse der Anleger mit der Maßgabe entsprechend, dass

1. an die Stelle der ausstehenden Schuldverschreibungen die ausgegebenen Investmentanteile treten,
2. an die Stelle des Schuldners die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft tritt,
3. an die Stelle der Gläubigerversammlung die Anlegerversammlung tritt und
4. eine zweite Versammlung stets beschlussfähig ist.

Eine einberufene Anlegerversammlung bleibt von der Wiederaufnahme der Anteilsrücknahme unberührt.

## § 260

### **Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen**

(1) Die Veräußerung von Vermögensgegenständen nach § 231 Absatz 1 und § 234, die zu einem Sondervermögen gehören, ist ~~vorbehaltlich des § 257~~ nur zulässig, wenn

1. dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist und
2. die Gegenleistung den vom externen Bewerter im Sinne des § 250 Nummer 1 ermittelten Wert nicht oder nicht wesentlich unterschreitet.

... (unverändert)

- f) § 100 KAGB (zuvor § 39 InvG) – Übergang des Sondervermögens auf die Verwahrstelle

*Anmerkung: Diese Norm kann unverändert bleiben, da sie nach unserem Entwurf des § 257 Abs. 3 Satz 2 für Offene Immobilienfonds nicht greift.*

- g) Übergangsregelung für bereits ausgesetzte OIF (§ 346 Abs. 9 KAGB-E)  
h)

## § 346

### **Übergangsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen**

(9) Auf die am [Tag des Inkrafttretens dieses Gesetzes] bestehenden Immobilien-Sondervermögen, für die durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme von Anteilen nach § 81 des Investmentgesetzes ausgesetzt wurde, gelten die §§ 257, 259 mit der Maßgabe, dass binnen sechs Monaten eine Anlegerversammlung nach § 257 Abs. 2 einzuberufen ist; anderenfalls wird das Abwicklungsverfahren nach Maßgabe des § 257 Abs. 3 bis 7 fortgeführt. Ein nach Satz 1 zur Abstimmung gestellter Sanierungsplan muss dabei den Anforderungen des § 162 Abs. 2 Nr. 4 genügen. Entsprechendes gilt für Immobilien-Sondervermögen, die zum Stichtag von einer Depotbank verwaltet werden.

## Anhang 1: Besondere Sanierungs-/bzw. Abwicklungsmodelle

Als Maßnahme zur Sanierungs- oder Abwicklung eines Offenen Immobilienfonds kommt insbesondere die Implementierung der folgenden Modelle als Standardmaßnahmen in Betracht:

- **„Gates & Queuing-Modell“**

Das vom BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) aktuell vorgeschlagene „Gates & Queuing-Modell“ fügt sich nahtlos in das geschilderte Verfahren ein.

Das Modell vereint die Liquiditäts- und Werterhaltungsinteressen der Anleger, indem es das Prinzip der Aussetzung zugunsten der Anleger lockert und zugleich dem Fonds durch eine kontinuierliche Liquiditätsverschaffung nach dem jeweiligen Verkaufsfortschritt im Quartalsturnus eine erleichterte Rückkehr zur Wiedereröffnung ermöglicht. Dies wird erreicht, in dem der Fonds trotz der Aussetzung (jeweils ordnungsgemäß angekündigte) Anteilsrückgaben quartalsweise akzeptiert und diese Rückgaben ebenfalls quartalsweise und anteilig nach Verkaufsfortschritt auszahlt. Rückgabeinteressierte Anleger haben so eine Möglichkeit zur Anteilsauszahlung, während werterhaltungsinteressierte Anleger auf die Wiedereröffnung des Fonds warten können. Der Fonds wiederum kann die Rückgaben zeitlich gestaffelt sowie anteilig bedienen, wodurch der Verkaufsdruck gemindert wird. Nach 36 Monaten sind dann entweder alle Rückgabeverlangen ausgezahlt und der Fonds wird regulär weitergeführt oder der Fonds geht in die Abwicklung.

Nach dem hier vorgeschlagenen Verfahren darf die KAG mit einer Fondssanierung nach dem „Gates & Queuing-Modell“ bereits in der Atempause, also unmittelbar nach der Aussetzung der Rücknahme von Anteilen beginnen, wenn dieses Modell in den Anlagebedingungen als „living will“ vereinbart wurde (geänderter § 162 Abs. 2 Nr. 4 KAGB-E) oder aber sich die damit einhergehende Veräußerung von Vermögensgegenständen aus dem Sondervermögen im Wesentlichen anhand des begutachteten Verkehrswerts erfolgt (vgl. § 260 Abs. 1 KAGB-E); ansonsten bedarf es einer Anlegerabstimmung über ein Sanierungskonzept, das dieses Modell inklusive der Befugnis zur Veräußerung unter erheblichen Abschlägen beinhaltet, und damit eines Übergangs ins Sanierungsverfahrens. Die nur quartalsweise Rücknahme und Auszahlung von Anteilen ist eine Verbesserung der Anlegerposition im Vergleich zur vollständigen Aussetzung und bedarf daher keiner besonderen Legitimation.

Ob es zur Durchsetzung des „Gates & Queuing-Modells“ in der Praxis tatsächlich einer weitergehenden gesetzlichen Verankerung des Modells als Regelfall der Fondssanierung bedarf, erscheint fraglich. Die Inhaltsoffenheit der Sanierung in der Atempause sowie in einem Sanierungsverfahren dürfte im Gesetzgebungsverfahren weniger Bedenken begegnen. Die Praxis ist zugleich keineswegs daran gehindert, das Modell auf der Grundlage der gesetzlichen Verfahrensregeln zu nutzen.

- **„Teilungsmodell“**

Für die Abwicklung eines Immobilien-Sondervermögens wurde im Jahr 2010 das „**Teilungsmodell**“ vorgestellt.<sup>8</sup> Dieses sieht vor, dass binnen zwölf Monaten nach Aussetzung

---

<sup>8</sup> Siehe BVI-Stellungnahme zum DiskE AnFuG 2010 vom 26.05.2010, S. 14 ff.

der Anteilsrücknahme ein Teilliquidationsverfahren eingeleitet wird, das mit der Aufforderung an alle Anleger beginnt, im Falle eines Rückgabewillens die Anteile binnen 60 Tagen zurückzugeben. Der Kreis der Anleger wird auf diese Weise in rückgabe- bzw. ausstiegswillige und fortführungswillige Anleger aufgeteilt. Anschließend hat die KAG binnen 30 Tagen die Rückgabewünsche zu erfüllen. Genügen dazu die Liquiditätsreserven nicht, so sind Immobilien aus dem Fondsportfolio zur Veräußerung auszuwählen. Diesbezüglich soll gutachterlich der voraussichtliche Verkaufspreis und darauf aufbauend der Abschlag auf den Anteilspreis ermittelt und den rückgabewilligen Anlegern mitgeteilt werden. Diese entscheiden nun angesichts des sich daraus berechnenden Rückgabewertes ihrer Anteile endgültig binnen 10 Tagen über die Rückgabe. Die endgültig Rückgabewilligen sollen dann eine eigene Gruppe bilden, der die zum Verkauf ausgewählten Immobilien exklusiv zugeordnet werden. Die Veräußerung soll dann binnen zweier Jahre erfolgen; aus den Erlösen werden die Anleger dieser Gruppe nach und nach ausbezahlt. Währenddessen soll der Fonds im Übrigen seine Verwaltungsgeschäfte wieder aufnehmen und im Idealfall die Rücknahme von Anteilen wieder aufnehmen. Hierdurch werden für diese Gruppe die Transaktionskosten gespart, die im Fall einer vollständigen Abwicklung zum einen durch den Verkauf, zum anderen durch die Wiederanlage in einen anderen Offenen Immobilienfonds entstehen würden.

Die mit dem Teilungsmodell begrifflich wie inhaltlich verbundene interessenorientierte **Ungleichbehandlung von Anlegern** gerät dabei nur scheinbar in den im Gesetzgebungsverfahren zum AnFuG gerügten Konflikt mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung aller Gläubiger („par conditio creditorum“<sup>9</sup>) bzw. Anleger in einem Liquidationsverfahren.<sup>10</sup> Danach ist insbesondere allen Gläubigern einer Rangklasse grundsätzlich dieselbe Quote anzubieten.

- Zum einen wird das Teilungsmodell als Sanierungskonzept in der Regel im Sanierungsverfahren und damit weit vor der Abwicklungsphase vorgeschlagen und betrifft daher kein Liquidationsverfahren im Sinne des Insolvenzrechts, sondern die Sanierungsphase. In diesem Verfahrensabschnitt ist eine Ungleichbehandlung verschiedener Beteiligter frei verhandelbar und allein von der Zustimmung der Beteiligten abhängig. Würde der Gesetzgeber hier entsprechend des Teilungsmodells eine unterschiedliche Behandlung von rückgabewilligen und fortführungswilligen Anlegern im Interesse einer leichteren Fondssanierung ermöglichen, so begegnet dies keinen grundsätzlichen rechtlichen Bedenken, solange die Betroffenen angesichts der offenbarten Verfahrensoptionen **frei entscheiden** können, welcher Gruppe sie angehören wollen. Eine Ungleichbehandlung gegen den Willen des Betroffenen ist dann denklogisch ausgeschlossen. Das Teilungsmodell erfüllt diese Anforderungen.
- Zum anderen gilt auch der Gleichbehandlungsgrundsatz in einem Liquidationsverfahren insolvenzrechtlicher Natur nicht uneingeschränkt. Der Gesetzgeber darf aus sachgerechten Erwägungen Ungleichbehandlungen erlauben (vgl. Art. 3 Abs. 1 GG). Vor allem aber kann jeder Schlechtergestellte freiwillig auf seine Gleichbehandlung verzichten (im Insolvenzverfahren bedarf es dazu sogar nur einer Mehrheitsentscheidung der schlechter gestellten Gläubigergruppe; vgl. § 226 Abs. 2

---

<sup>9</sup> Vgl. Uhlenbruck/Pape, InsO, 13. Aufl. 2010, § 1 Rn. 2.

<sup>10</sup> Siehe etwa die Äußerung der Bundesregierung im Finanzausschuss zum Teilungsmodell in BT-Drucks. 17/4739, S. 16.

und § 244 InsO). Wenn sich vor diesem Hintergrund ein Anleger entscheidet, seinen Fondsanteil zurückzugeben oder aber zu behalten, so trifft er eine Entscheidung, die allein an seinen Interessen ausgerichtet ist und daher seine Interessen eher repräsentieren kann als eine pauschale Gleichbehandlung. Das Insolvenzrecht bevorzugt derartig differenzierte Verteilungsregelungen (sie sind der Grund für die Option zur Aufstellung von Insolvenzplänen) gegenüber einer pauschalen Gleichbehandlung (vgl. § 226 InsO). Der Gesetzgeber ist insofern ebenso wenig daran gehindert, einem Krisenfonds das Recht einzuräumen, von einer pauschalen Gleichbehandlung aller Anleger zugunsten einer interessengerechten Sanierungslösung abzuweichen.

Insgesamt ist es mithin **aus (insolvenz-)rechtlicher Sicht unbedenklich**, ein Teilungsmodell zuzulassen. Das Teilungsmodell kann dabei zum Gegenstand der Anlagebedingungen, anderenfalls zum Gegenstand einer **Anlegerabstimmung** im Rahmen eines Sanierungsverfahrens gemacht werden – die Abstimmung ist dann wegen der Ungleichbehandlung verschiedener Anlegergruppen zwingend. Es kann aber auch vom Sonderverwalter im Abwicklungsverfahren angewendet werden, um die wertschonende Abwicklung des Fonds zu organisieren; dann wird auch im Abwicklungsverfahren eine Anlegerabstimmung notwendig sein.

## Anhang 2: Verwertungsprinzipien in der Abwicklungsphase

Während die Aussetzungsphase eine klare Sanierungsausrichtung hat, findet in der Abwicklungsphase nur noch die Liquidation des Sondervermögens statt. Diese Phase entspricht mithin in ihrer wirtschaftlichen Ausrichtung der Verwertungsphase in einem Regelinsolvenzverfahren. Da für die Liquidation eines Fondsvermögens derzeit nur die Abwicklungspflicht (also das „ob“) normiert ist, nicht aber das „wie“, bietet es sich an, sich an den Verwertungsprinzipien des Insolvenzrechts zu orientieren. Völlig zu Recht ist insofern auch in der bisherigen Diskussion schon in diesem Zusammenhang auf **insolvenzrechtliche Grundprinzipien** hingewiesen worden.<sup>11</sup> Sie sollen hier nochmals im Zusammenhang betont werden.

Die Verwertung der Insolvenzmasse obliegt grundsätzlich einem **unabhängigen Verwalter** derselben, also dem Insolvenzverwalter (§ 159 InsO), oder aber dem eigenverwaltenden Schuldner unter Aufsicht eines Sachwalters (§ 270 InsO). In Umkehrung dieses Regel-Ausnahmeverhältnisses soll die Liquidation des Sondervermögens eines Offenen Immobilienfonds nach dem hier entwickelten Modell grundsätzlich der KAG in Eigenverwaltung und nur im Ausnahmefall einem unabhängigen Sonderverwalter zugewiesen werden. Die Verwahrstelle ist nicht mehr (auch nicht nach Fristablauf) mit der Abwicklung des Fondsvermögens betraut.

Für die **Art der Verwertung** von Immobiliargütern gibt die Vorbildregelung der Insolvenzordnung nichts Konkretes vor (vgl. §§ 159, 165 InsO). Es „kann“ eine Zwangsversteigerung oder auch Zwangsverwaltung nach Maßgabe des ZVG eingeleitet werden (§ 165 InsO); es ist aber auch möglich, Immobilien freihändig zu veräußern.<sup>12</sup> Insofern sollte auch die Art der Verwertung des Fonds-Sondervermögens weitgehend frei im Ermessen der zur Verwaltung berufenen KAG bzw. des Sonderverwalters liegen.

Gerade bei Immobilien ist dann auch der **Zeitpunkt der Veräußerung** von entscheidender Bedeutung. Kann der Verkehrswert einer Immobilie aktuell nicht am Markt erzielt werden, so kann es sich lohnen, auf ein besseres Marktumfeld zu warten oder auch Vermietungs- und/oder Renovierungsmaßnahmen durchzuführen, um einen besseren Erlös zu erzielen. In einem Liquidationsverfahren stellt sich vor diesem wirtschaftlichen Hintergrund die Frage, ob und ggf. wie lange ein gesetzlicher Verwalter mit der Verwertungshandlung auf ein besseres Marktumfeld warten darf. Der Grundsatz der bestmöglichen Gläubigerbefriedigung des Insolvenzrechts scheint hier ein Abwarten zu legitimieren. Gleichzeitig haben die Gläubiger aber natürlich auch ein essentielles Interesse an einer schnellstmöglichen Befriedigung aus dem Schuldnervermögen (Inflation, eigener Liquiditätsbedarf). Das

---

<sup>11</sup> Insbesondere zum Zwecke der Ablehnung eines vorgeschlagenen Teilungsmodells findet sich der (in der Sache fehlgehende) Rückgriff auf die „Prinzipien des deutschen Insolvenzrechts“ – siehe etwa die Äußerung der Bundesregierung im Finanzausschuss in BT-Drucks. 17/4739, S. 16.

<sup>12</sup> Allg. Ansicht – vgl. Uhlenbruck/Brinkmann, InsO, 13. Aufl. 2010, § 165 Rn. 4.

Insolvenzrecht löst diese Interessenkollision auf, indem es wiederum die **Entscheidungshoheit** der Gläubiger aktualisiert. Hierzu hat der Verwalter die geplante Verwertung im Berichtstermin zu erläutern und somit den Gläubigern Gelegenheit zu geben, die von ihnen gewünschte Verwertungsart, aber auch eine bestimmte Verwertungsdauer zu beschließen (§§ 157, 159 InsO). Dies kann ggf. in die Aufstellung eines Insolvenzplans münden, der – wie im Fall der U.S.-Investmentbank Lehman Brothers Holdings Inc. – allein die wertschonende Veräußerung von illiquiden Vermögensgegenständen binnen mehrerer Jahre und entsprechende Abschlagszahlungen vorsehen kann. Sehen die Gläubiger von derartigen Beschlüssen ab, so bleibt es bei der Pflicht des Verwalters zur zügigen und zugleich wertmaximierenden Verwertung von Immobilien; bei der Erfüllung dieser Anforderungen hat der Verwalter einen **gewissen Entscheidungsspielraum**. Führt etwa die sofortige Verwertung von Immobilien nur zu einem Verkauf mit **erheblichen Abschlägen**, so darf der Verwalter eine angemessene Zeit mit der Verwertung warten, wenn in absehbarer Zeit mit einem besseren Marktumfeld zu rechnen ist.<sup>13</sup> Nicht erlaubt ist ihm hingegen ein rein spekulatives Hoffen auf Marktpreisänderungen.<sup>14</sup> Die zeitliche Planung von Immobilienverkäufen darf und muss vor diesem Hintergrund sachlich begründet werden (können) und ist ggf. von den Gläubigern abzusegnen.

Überträgt man diese bewährte und insgesamt sachgerechte Risikoverteilung aus dem insolvenzrechtlichen Liquidationsverfahren auf das **Abwicklungsverfahren** eines Immobilien-Sondervermögens, so ist die KAG bzw. ggf. der Sonderverwalter grundsätzlich im Rahmen seines pflichtgemäßen Ermessens frei in der Art und zeitlichen Planung der Immobilienveräußerung. Auch Veräußerungen mit wesentlicher Verkehrswertunterschreitung sind ohne Anlegervotum möglich. Vor diesem Hintergrund erscheint die Normierung einer **zeitlichen Obergrenze** für die Abwicklung (etwa 72 Monate nach der Aussetzung) wenig sinnvoll sein, zumal eine derartige Obergrenze sich derzeit weder im Insolvenzrecht noch im Pfandbriefgesetz findet. Will die KAG bzw. der Sonderverwalter ausnahmsweise nicht nur eine absehbare Verbesserung des Marktumfeldes abwarten, sondern das Portfolio langfristig (insbesondere über eine ggf. gesetzliche Befristung hinaus) am Markt platzieren, so bedarf es zu der damit einhergehenden Verzögerung der Auszahlung von Anteilen der Zustimmung der Anleger. Es ist in diesem Sonderfall also eine **Anlegerabstimmung** herbeizuführen, deren Ablauf der Abstimmung im Sanierungsverfahren entspricht.

---

<sup>13</sup> Allg. Ansicht – vgl. Uhlenbruck/Uhlenbruck, InsO, 13. Aufl. 2010, § 159 Rn. 45.

<sup>14</sup> Siehe BGH ZIP 1985, 423; Nerlich/Römermann/Balthasar, InsO, 24. EL 2012, § 159 Rn. 9.



