



Mario Leißner

## Die neue Immobilienfondswelt

**Vor zwei Jahren wurde der Kosmos des deutschen Immobilienkapitalmarkts neu formiert. Das gibt Gelegenheit zu einer Standortbestimmung. Doch erinnern wir uns zunächst.**

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

Gesagt, getan. Während dort, wo die Finanzmarktkrise verursacht worden war, ganz furchtbar mit Rating-Agenturen geschimpft wurde und die aggressivsten Marktteilnehmer die Höchststrafe in Form dezenter Milliarden-Zahlungen durch den ohnehin gebeutelten Steuerzahler erhielten, ging die EU wie stets mit visionärem Weitblick, behutsam und gänzlich untechnokratisch an das Werk. Innerhalb des Fondsmarktes machte sie die Hedgefonds und Private-Equity-Fonds und mithin „alternative Investmentfonds“ als das Grundübel aus und begann, um diese herum mit der AIFM-Richtlinie ein komplexes Regelwerk, welches die Regulierung auf Anbieterseite zum Ziel hatte, zu erschaffen. Während ihr letztlich immerhin gelang, die alternativen Investmentfonds überhaupt zu erfassen, erschuf die Richtlinie in der Matrix europäischer und nationaler Regulierungen eine neue Qualität von Verhaftung auch solcher Anbieter, die bereits zuvor drastisch reguliert waren.

Naturgemäß gelang dem deutschen Gesetzgeber im Zuge der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht das Kunststück, die initiale Verunsicherung einer ganzen Branche einschließlich derer Anleger, die ohnehin mühsam mit dem Überleben und Verarbeiten der Krise befasst waren, zu systematischem Chaos auszuweiten. So offerierte etwa das zuständige Bundesministerium im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens die grandiose Idee, eines der auch im internationalen Vergleich überzeugenden deutschen Erfolgsmodelle, namentlich die offenen Immobilien-Sondervermögen, en passant abzuschaffen. Am Ende der resultierenden intensiven Diskussion, deren Schauplätze für weitere Verunsicherung und Schäden sorgten, trat am 22.07.2013 das deutsche Kapitalanlagegesetzbuch in Kraft. Mit deutscher Gründlichkeit setzte dieses nicht nur die Vorgabe der AIFM-Richtlinie um, auf Ebene der Fondsmanager einheitlich zu regulieren, sondern fügte tiefgreifende materielle Regelungen auf Produktebene hinzu. Wenngleich es noch immer in einer Matrix diverser europäischer und nationaler Regulierungsansätze schwebt, schuf das KAGB freilich in der

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

Die Gesetzgebung und Regulierung sind freilich mit Inkrafttreten des KAGB nicht stehen geblieben. Vielmehr kam die Branche seither in den Genuss teils überflüssiger, teils überflüssiger weiterer Novellierungen. Von besonderer Bedeutung sind sicherlich diejenigen des Investmentsteuergesetzes und der Anlageverordnung. Beide sind eindrucksvolle Beispiele dafür, dass der Markt mitnichten in einem einheitlichen und schlüssigen Gesamtsystem angekommen ist: Weder der Legislative (etwa beim Investmentsteuergesetz) noch der Exekutive (etwa bei der Anlageverordnung und in den BMF-Rundschreiben) noch der Aufsicht (Wertpapieraufsicht vs. Versicherungsaufsicht) gelang es, dem Markt konsistente Rechtssicherheit zu geben. Das Fortbestehen der Matrix, der unverändert fehlende Abgleich von Investment- und Versicherungsaufsichtsrechts einerseits sowie von Aufsichts- und Steuerrecht andererseits, das andauernde Nebeneinander von KAGB und – kollidierenden, widersprüchlichen oder jedenfalls nicht schlüssig aufeinander aufsetzenden – Nebenvorschriften und die fehlende effektive Harmonisierung in Europa zwingen gleichsam zu einer kreativen Ausschöpfung des gebotenen Rechtsrahmens. Das muss für gut beratene Marktteilnehmer kein Nachteil sein, sondern kann viele Wettbewerbsvorteile verschaffen. Es ist aber gewiss nicht der ganz große Wurf und insofern eine vertane Chance. Der Fondsbranche bleibt nichts weiter übrig, als die in hoher Frequenz hereinkommenden neuen Themen, Änderungen und Konfusionen irgendwie geordnet zu verarbeiten, ohne nachhaltigen Schaden zu nehmen.

### **Soweit die rechtsgeschichtlichen Betrachtungen. Doch wo steht der Immobilienkapitalmarkt 2.0?**

Die gute und zugleich schlecht Nachricht ist, dass sämtliche Prognosen des Verfassers zur Gänze eingetreten sind: Der neue Immobilienkapitalmarkt ist insbesondere eine unglaubliche Chance; das schließt aber erhebliche ernste Konsequenzen im Einzelfall bis hin zur Notwendigkeit des Verlassens des Marktes nicht aus.

Der Status des Marktes lässt sich aus verschiedenen Blickwinkeln beschreiben. Der jedenfalls für ein nachhaltiges Geschäft wichtigste Blickwinkel ist derjenige der – privaten und institutionellen – Anleger. Aus deren Sicht sind fast sämtliche erwünschten Ergebnisse erreicht. Zuallererst ist der Fondsmarkt eindeutig sicherer geworden. Die Tatsache, dass sämtliche Anbieter nunmehr einer einheitlichen Regulierung und Aufsicht unterworfen sind, sowie das Hinzutreten der Bundesanstalt und der

Verwahrstelle zu praktisch jedem relevanten Kapitalanlage-Szenario bringen zweifellos ein höheres Maß an Sicherheit. Der graue Kapitalmarkt ist nahezu verschwunden. Das bedeutet freilich leider nicht, dass nicht noch immer einzelne Anbieter mit irrwitzigen Strukturen der Regulierung gänzlich entgehen oder diese nur zum Schein umzusetzen suchen. Sie tun dies oft mit Hilfe von Beratern, die in einer neuen Welle von Verzweiflung nicht maßgeschneidert entlang legitimer Bedürfnisse beraten, sondern illegitime Produkte verkaufen, obgleich sich ihre in der Vergangenheit verkauften Rechtsstrukturen teilweise noch immer Gerichten befinden. Grundsätzlich aber dürfen Investoren darauf vertrauen, dass ihre Interessen durch ein bemerkenswertes Netz von Vorsorge, Controlling, Risikomanagement und Überwachung aufgefangen werden. Ein nicht zuletzt mit Blick auf die Sicherheit der Investments ähnlich wichtiger Punkt für Anleger ist die Möglichkeit, weiterhin in erfolgreiche, zuverlässige und bewährte deutsche Strukturen zu investieren. Den Privatanlegern blieben glücklicherweise die offenen Publikums-Sondervermögen, mit deren Hilfe sie über viele Jahre hinweg mit kleinen Beträgen am Immobilienmarkt teilhaben und auf diese Weise sicher und erfolgreich ihr Geld anlegen konnten. Den institutionellen Investoren wiederum blieben die Spezialfonds erhalten, welche ihr selbst im unerbittlichen – und oftmals weniger mit Blick auf rechtliche Sinnhaftigkeit als vielmehr zur Auslastung teurer dortiger Berater-Infrastruktur geführten – Wettbewerb mit luxemburgischen Strukturen mit Abstand beliebtestes Investitionsvehikel sind. Die noch bessere Nachricht für beide Anlegergruppen dürfte in diesem Zusammenhang aber sein, dass den Sondervermögen mit der Investment-Kommanditgesellschaft ein erstklassiges weiteres deutsches Investitionsvehikel an die Seite gestellt wurde. Für deutsche Investoren gibt es demnach inzwischen mehrere heimische Optionen, auf sichere und zugleich extrem flexible Weise und unter Vermeidung kostspieliger ausländischer Strukturen, die Nutzen regelmäßig nur für die ausländischen Dienstleister bringen, Kapital anzulegen. Voraussetzung für das Zusammentreffen von Sicherheit und Flexibilität ist allerdings auch diesmal die kreative Strukturierung des Vehikels, welche üblicherweise gerade nicht darin besteht, unreflektiert und ungeändert marktübliche Muster und vermeintliche Standards zu übernehmen oder vorauseilend gehorsam den mutmaßlichen Willen regulierender Dritter auszuführen.

Die Statusanalyse aus dem Blickwinkel der Anbieter fällt erwartungsgemäß zwiegespalten aus. Der Markt unterteilt sich deutlich markanter als früher in „erfolgreich“ einerseits und „erfolglos und nicht mehr (lange) existent“ andererseits. Sowohl für die offenen Fonds als auch die Emissionshäuser gab es zwei Möglichkeiten, erfolgreich zu sein: Die offenkundigere Alternative ist die erkennbare Fokussierung auf die eigene Kernkompetenz, *if any*.

Diese besteht entweder in erstklassigem Asset-Management mit einem Fokus auf eine Assetklasse, Nutzungsart und/oder Zieljurisdiktion. Diese Variante geht ganz regelmäßig mit einem bemerkenswerten Track Record einher. Daneben denkbar ist eine Fokussierung auf die Bereitstellung von Plattformen bzw. Vehikeln unter Einschluss oder Ausschluss des Portfoliomanagements und verwandter Dienstleistungen. Die zweite Alternative ist die kreative und scheuklappenfreie Entwicklung von Strukturen, die geeignet sind, Alleinstellungsmerkmale zu haben und Anleger auf deren Jagd nach Rendite und Diversifikation bei Laune zu halten. Hierfür kommt es darauf an, althergebrachte Pfade zu verlassen und Visionen zu entwickeln. Andere Wege zum Erfolg gibt es nur in wenigen Einzelfällen und unter bestimmten Bedingungen. Hierzu mögen schiere Größe, ein ent-waffnender Markenname und langjährig erworbenes Vertrauen zählen. Absehbar keine Chance haben in der neuen Fondswelt hingegen Beliebigkeit, fehlender Fokus und die Vermarktung als Großwarenhaus, das für jede Assetklasse in jeder Jurisdiktion über führende eigene Expertise verfügt.

Differenziert man nach offenen Fonds einerseits und geschlossenen Fonds andererseits, zeichnet sich folgendes Bild: Bei den Emissionshäusern fand die erwartete Auslese statt. Bezogen auf das Neugeschäft wurde der Markt um den allergrößten Teil seiner grauen Teilnehmer, um Anbieter ohne oder mit nicht überzeugendem Track Record und um Anbieter, denen ihre Asset-Klasse abhandenkam, bereinigt. Hingegen sind die Emissionshäuser mit überzeugender Asset-Management-Expertise, kleine Nischenanbieter sowie substanzstarke Allround-Anbieter stärker als je zuvor. Nicht viele Emissionshäuser hatten das Potenzial, die gesamte neue Welt für sich zu entdecken, sei es mit eigener KVG-Erlaubnis oder der Öffnung des Geschäfts in den Bereich der institutionellen respektive offenen Fonds. Letztere aber ist überaus konsequent: Auf der Basis anerkannter Expertise und herausragender Reputation ist das Avisieren neuer Anlegergruppen „nur noch“ eine Frage eines nicht hoffnungslos falschen Vertriebs; das Erschließen neuer Vehikel erscheint auf dieser Grundlage ohnehin obligatorisch, um gleichsam nach dem Baukastenprinzip für jeden Anlegerbedarf den richtigen Strukturbaustein wählen zu können.

Auch im Bereich der von jeher regulierten offenen Fondsanbieter fand eine Auslese statt; sie ist in diesem Bereich allerdings nicht so offenkundig. Die großen Spezialfondsanbieter sind überwiegend in der neuen Welt angekommen. Einige von ihnen vergeben allerdings ein unglaubliches Potenzial an Geschäft und Möglichkeiten, weil sie die „Umzulassung“ auf die neue KVG-Welt für eine Formalie und die neuen Inhalte des KAGB für irrelevant halten, soweit diese von den Regelungen des



Investmentgesetzes abweichen. Beide Annahmen sind Trugschlüsse: Bereits im Zuge des neuen Erlaubnisverfahrens ließen sich geschäftspolitische Weichen stellen, die für den künftigen Marktanteil von erheblicher Bedeutung sind. Zudem bietet das neue Recht großes Potenzial, Anleger enger als früher an sich zu binden und noch flexibler zu operieren. Diese Möglichkeiten stehen allerdings weder in Muster-Vertragsbedingungen noch in den dutzendfach kopierten Prozesshandbüchern der vermeintlichen Spezialisten für große Projekte. Die Möglichkeiten institutioneller Fondsanbieter sind mithin bei weitem nicht ausgeschöpft. Bei kleinsten Anbietern von Spezialfonds, von denen eine bemerkenswerte Anzahl vor Einführung des neuen Rechts allein im Vertrauen darauf, dass die persönliche Bekanntschaft mit relevanten Vertretern institutioneller Anleger als Geschäftsmodell ausreichen werde, gegründet wurde, fand die wahre Auslese bereits vor der Einführung des neuen Rechts statt. Solche Anbieter hatten noch nie eine nachhaltige Chance. Der Markt der Publikumsfonds schließlich hat sich gewiss auf die visibelste Weise verändert. Begleitet von nicht in jedem Fall überdurchschnittlich reflektierender Berichterstattung in den Medien verabschiedete sich eine Vielzahl der Publikumsfonds in die Liquidation. Von Ausnahmen abgesehen blieben lediglich die mit schlagendem konzerneigenem Vertrieb ausgestatteten Fondsmanager am Markt. Andere Anbieter und unter ihnen solche, die trotz bemerkenswerter Performance ihrer Investitionen und Asset-Management-Expertise einzelne Publikumsfonds liquidieren mussten, sehen sich mit dem Unwillen der unabhängigen Vertriebe konfrontiert, offene Fonds abseits der Großanbieter zu vertreiben. Für diese „Vertriebsblockade“ gibt es insbesondere zwei Gründe. Einerseits wurden offene Immobilien-Publikumsfonds zu Unrecht pauschal kaputtgeredet. Andererseits werden die Vertriebe selbst mit einer sich häufenden Zahl zunehmender unerträglicher werdender Klagen sogenannter Anlegerschutzanwälte konfrontiert.

Den Status des Immobilienfondsmarkts aus Anbietersicht zu analysieren, heißt inzwischen auch, „neue“ Anbieter anzusprechen. Zu diesen gehören naturgemäß jene, die den Fondsmarkt in der Tat komplett neu betreten. Die in der Rechtsberatungspraxis erlebten Geschäftsmodelle erscheinen zumeist nicht nur visionär, sondern auch erfolversprechend, erfüllen sie doch wiederum zwei Voraussetzungen – sie sind kreativ und bauen auf einen beeindruckenden Track Record, der auch außerhalb der Fondsbranche erworben worden sein kann. Daneben erscheinen Marktneuzugänge durch wirkliche Branchenfremde eher als Ausnahme. Insbesondere jedoch zählen zu den „neuen“ Anbietern auf dem Fondsmarkt Asset-Manager, die ihre frühere ausschließlich Asset-bezogene Dienstleistungsnische verlassen haben, um an einem weiteren Glied der Wertschöpfungskette zu partizipieren. Sie sourcen, kaufen, verwalten und verkaufen nicht mehr nur die Immobilien, sondern finden und pflegen ihre Anleger selbst. Entsprechend benötigen sie lediglich noch eine Struktur und ein Vehikel, die dazu dienen, ihre Asset-Expertise für den Anleger verwertbar zu machen. Hierfür gibt es klassischerweise zwei Möglichkeiten: Ein denkbarer Weg ist die Zusammenarbeit mit einer Service-KVG, die den regulierten Fondsmantel zur Verfügung stellt und sich hierfür vergüten lässt. Dieser Weg ist in vielen Fällen richtig, folgt er doch der vom Verfasser schon vor langer Zeit vorhergesagten Tendenz, dass die Asset- und Struktur-Expertise auseinanderfallen und jeder im Idealfall (nur) das macht, was er wirklich kann. Die Anleger wissen dann, dass sich ein Immobilienexperte um ihre Immobilien kümmert, während sich die Experten für die regulierte Struktur um dieselbe kümmern. Augenscheinlichster Nachteil dieser Struktur ist, dass Eigentümer der Vermögensgegenstände ausgerechnet derjenige ist, der weder etwas mit der Immobilie noch mit den Anlegern zu tun hat, nämlich die (Service-) KVG. Im Außenverhältnis führt diese Konstellation dazu, dass auf der eigenen Seite in Wirklichkeit drei Parteien sitzen, deren Interessen zwar in dieselbe Richtung zeigen, jedoch alles andere als identisch sind – KVG, Asset-Manager und Anleger. Diverser praktischer Schwierigkeiten ungeachtet, birgt diese Konstellation zudem eine Vielzahl hochgradig gefährlicher rechtlicher Probleme – in aufsichtsrechtlicher Hinsicht an der Schnittstelle zwischen Auslagerung und reiner Beratung, in zivilrechtlicher Hinsicht mit Blick auf die Haftung. Der zweite denkbare Weg für den Asset-Manager ist die Erlangung einer eigenen KVG-Erlaubnis. Diese Alternative involviert offenkundig ein nicht geringes Maß an Aufwand und Kosten. Ebenso offenkundig ist allerdings, dass sich aus Anbietersicht fast sämtliche etwaigen Konflikte vermeiden lassen, das Eigentum und die Federführung zusammenfallen und mithin die „Herrschaft“ in richtiger Hand ist und schließlich Abhängigkeiten und Ertragsbeteiligungen entfallen. Nachdem auch die Nutzung des Weges über Service-KVG sorgfältiger Strukturierung

und Beratung bedarf, um die latent erheblichen Risiken zu reduzieren und Schäden zu vermeiden, trafen und treffen gut beratene Asset-Manager die Entscheidung für den einen oder anderen Weg unter Beantwortung der Kontrollfrage, wie nachhaltig ihr Fondsgeschäft sein soll.

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



**Mario Leißner**

Managing Partner (Germany)  
King & Spalding LLP

Mario Leißner ist deutscher Managing Partner der internationalen Rechtsanwaltssozietät King & Spalding. Mit Fokussierung auf die Fondsindustrie berät er seit

19 Jahren im Aufsichtsrecht, bei der Fondsstrukturierung sowie bei deutschen und internationalen Immobilientransaktionen. Zu seinen Mandanten gehören fast sämtliche deutschen KVGs sowie institutionelle Investoren, Asset Manager und Verwahrstellen.