

DIE GESCHLOSSENE SPEZIAL-INVKG – VOM SCHATTENDASEIN ZUM STANDARDVEHIKEL

Ziemlich genau sieben Jahre liegt die Umsetzung der EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) in ganz Europa und die damit verbundene Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) in Deutschland inzwischen zurück. Für Fondsanbieter und Investoren eröffnete sich dadurch eine breitere Produktpalette an regulierten Anlagevehikeln – etwa in Form der geschlossenen Spezial-Investment-Kommanditgesellschaft (Spezial-InvKG). Das Interesse an diesem Instrument war anfänglich eher verhalten, doch in der jüngeren Vergangenheit ist die Nachfrage signifikant gestiegen. Woran das liegt, erörtert der Autor des vorliegenden Beitrags. Red.

Bei der Namensfindung der geschlossenen Spezial-Investmentkommanditgesellschaft („geschlossene Spezial-InvKG“ oder auch „InvKG“) dürften wohl weniger Marketingkriterien den Ausschlag gegeben haben. In diesen Eindruck fügt sich auch die Nachfrageschwäche ein, die anfänglich auf der geschlossenen Spezial-InvKG gelastet hatte. Es entfiel auf sie zum 31. August 2017 gerade einmal ein Nettofondsvolumen von 1,375 Milliarden Euro, und das waren immerhin schon rund vier Jahre, seit sie mit Inkrafttreten des KAGB am 11. Juli 2013 eingeführt worden war.

Völlig anders ist wiederum das Bild weniger als drei weitere Jahre später. Mit Stichtag zum 31. März 2020 akkumuliert sie nämlich ein umso erstaunlicheres Nettofondsvolumen von 6,77 Milliarden Euro (jeweils BVI-Investment-Statistik, wobei das jeweilige tatsächliche Marktvolumen noch höher ist). Was ist aber der Grund für diese starke Entwicklung gerade in diesen letzten zurückliegenden rund zweieinhalb Jahren? Die Antwort hierauf findet sich in den bestimmenden Trends im Immobilien-Spezialfondsmarkt. Hierbei verdeutlicht sich, dass sich die geschlossene Spezial-InvKG zunehmend einen Ruf als Spezialinstrument erworben hat. Drei dieser relevanten Trends sind nachfolgend Gegenstand fallbeispielartiger Betrachtung.

Etwa zehn Jahre ist es her, dass erste wenige Anbieter aus dem Immobilienfondsbereich bei der Festlegung ihres Geschäftsmodells bewusst die ungleich stärker prozesseffiziente und als weniger archaisch geltende Wertpapierfondsindustrie als Modell genommen hatten. Zu eben jenen Folgen gehört es, dass die Beteiligten eines Immobilienfondsprojekts verstärkt ihr Rollenverständnis professionalisiert und ihr Verhalten danach ausgerichtet haben. Folgerichtig entwickelten die genannten Anbieter das Instrument der Immobilien-Master-KVG in unterschiedlicher Ausprägung bis hin zur Investoren-KVG.

Trendbeispiel 1 – Unabhängigkeit des Investors vom Anbieter: Gleichzeitig haben sich Selbstverständnis und Erwartungshaltung institutioneller Anleger verändert. Viel weniger als früher versteht man als institutioneller Anleger seine Beziehung zum Anbieter als unzertrennliche Schicksalsgemeinschaft, sondern interpretiert sie eher als einen Umgang, den man mit einem Dienstleister pflegt: Der Investor geht mit dem Anbieter grundsätzlich eine langfristige Partnerschaft auf Augenhöhe ein, aber als Kapitalgeber und Kunde bestimmt er das Geschehen. Dies schließt eine ganze Reihe von Faktoren wie beispielsweise vollständige Transparenz gegenüber dem Investor ein und reicht bis hin zur Frage, ob die Partnerschaft tatsächlich langfristig angelegt bleiben soll oder ein Wechsel des Anbieters sinnvoll erscheint.

Insofern spielt der ebenfalls aus der Wertpapierfondsindustrie stammende und mittlerweile im Immobilienfondsbereich gleichfalls säkuläre Trend der größeren Unabhängigkeit des Investors vom Anbieter unter anderem auch der geschlossenen Spezial-InvKG in die Hände. In diesem Zusammenhang sei zunächst er-

wähnt, dass die Trennung von Immobilienmanagement und KVG allein noch nicht zwingend die Unabhängigkeit von den Anbietern steigert, wenn es sich um von Immobilienmanagern gemeinsam mit einer sogenannten Service-KVG initiierte Fonds handelt.

Immobilienmanager: Fondsvehikel als Mittel zum Zweck

Aus der Perspektive eines Immobilienmanagers steht ein Fondsvehikel vornehmlich als Mittel zum Zweck im Vordergrund, um seine Dienstleistung Immobilienmanagement vertreiben zu können. Verfügt er über keine eigene KVG, so lässt er die KVG-Tätigkeiten von einer im Ergebnis als sein Dienstleister tätigen Service-KVG erbringen, von denen es auch im Immobilienbereich in Deutschland mittlerweile eine Handvoll gibt. Genauso wie es aber bei Mehranlegerfonds schlicht als normal zu bezeichnen ist, dass die Interessen von Manager und Investoren nicht vollständig deckungsgleich sind, so ist es bei einem Service-KVG-Fonds auch gleichermaßen Ausfluss des Geschäftsmodells wie vollständig legitim, dass sich die Service-KVG bei divergierenden Interessen durchaus geschäftspolitisch auch aufseiten des Immobilienmanagers und nicht des Anlegers positioniert, soweit sie dies aufsichtsrechtlich darf.

Wählen der Immobilienmanager und die Service-KVG – wie es in der Praxis dann üblich ist – das Modell eines Sondervermögens und nicht das einer InvKG, ist daher zwar eine Trennung zwischen Immobilienmanagement und KVG vorhanden, führt aber de facto kaum zu einer größeren Unabhängigkeit der Investoren. Eine Investment-KG würde den Investoren hingegen deutlich mehr Möglichkeiten zur Gestaltung in ihrem Sinne einräumen. Der institutionelle Investor, der seinerseits die Initiative ergreift und die Auflage von Immobilienfonds forciert, erblickt gegebenenfalls gerade exakt in der durch eine InvKG zu erreichenden Unabhängigkeit von den beteiligten Adressen ein relevantes Auswahlkriterium, um seine Absichten strategisch-nachhaltig bestmöglich zu sichern.

DER AUTOR

TOBIAS MORONI

Managing Director,
Institutional Investment
Partners,
Frankfurt am Main





Und in den letzten Jahren wurden gerade solche größeren Individualfondsmandate mit sogenannten Master-KVGen vermehrt aufgelegt. In Konfliktfällen mit dem Asset Manager wie auch bei unerwarteten Entwicklungen bei der KVG bietet eine InvKG insoweit klare rechtliche und damit auch taktische Vorteile. Das dahinterstehende

ein austauschbarer Dienstleister ist. Als Kommanditist der geschlossenen Spezial-InvKG kann der (Individual-)Investor beschließen, dass der AIFM-Bestellungsvertrag mit der gegenwärtigen KVG gekündigt und neu mit der gewünschten KVG geschlossen wird, jedenfalls wenn im Gesellschaftsvertrag keine Haken oder Ösen versteckt sind. Letztlich wird einfach die bisherige KVG durch die nächste ersetzt, wie es im Wertpapierbereich seit langer Zeit völlig üblich ist und wie im Grunde nach auch eigentlich jeder Dienstleister austauschbar sein sollte.

In diesem Zusammenhang soll nicht unerwähnt bleiben, dass ein Auswechseln einer KVG bei einem Sondervermögen zwar – wie oben beschrieben – deutlich schwerer als bei einer InvKG sein kann, trotzdem aber nicht unmöglich ist. Unter bestimmten Umständen ist ein Übergang des Fondsmanagements und/oder der Administration eines Sondervermögens auch nicht mit Grunderwerbsteuer belastet und daher für Investoren unter Umständen attraktiv.

Trendbeispiel 2 – Einbringung von Direktbeständen: Es existieren größere institutionelle Investoren mit nicht unerheblichen direkt gehaltenen Immobilienbeständen. Beispielsweise zu nennen sind vereinzelte Versicherungsunternehmen und Betriebspensionskassen. Die regelmäßig durchgeführte Studie „Trendbarometer Immobilienanlagen der Assekuranz“ erhob 2019 das scheinbare Paradoxon, dass die in der Studie befragten Versicherer immer noch knapp zwei Drittel des Immobilienbestands direkt halten und gleichzeitig das erste Mal seit Durchführung dieser Studie Spezialfonds als die beliebteste Anlageform in der Immobilienkapitalanlage bezeichneten.

Werden Immobilienbestände immer noch weitgehend direkt gehalten und steigt gleichzeitig das Interesse an Fonds, bietet sich die Einbringung des eigenen Immobilienbestands in einen Individualfonds zur Auflösung dieses Widerspruchs an, wovon gerade die geschlossene Spezial-InvKG als ideales Einbringungsvehikel in den letzten Jahren ordentlich profitieren konnte. Um die Einbringung dann umzusetzen, bedarf es aber des letzten strategischen Impulses, die in den vergangenen Jahren

einige der Bestandshalter für sich identifiziert hatten.

Zum einen wissen es einige Häuser zu schätzen, dass indirekter Immobilienbestand im Wertansatz weniger volatil ist, sodass sich verschiedenartige Vorteile in der Steuerung der gesamten Kapitalanlage ergeben. Zum anderen wollten in den letzten Jahren einige Häuser mit historisch gewachsenen Direktbeständen ihre Immobilienkapitalanlage sektoral und regional neu ausrichten. Für die Ausdifferenzierung von (Nischen-)Strategien bedient man sich aber dort eines Managers, wo die eigene Immobilienkompetenz ihre Grenzen findet.

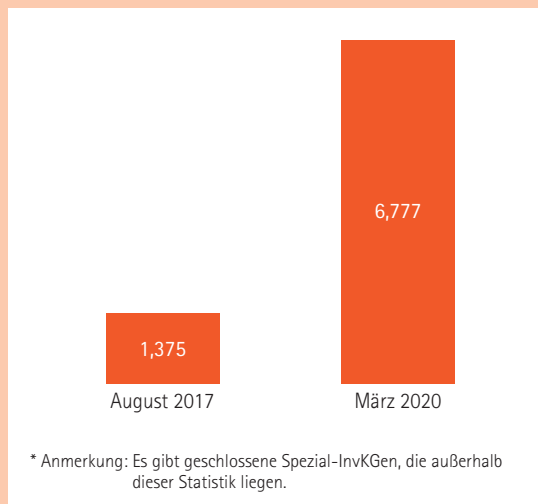
Vorteile von Master- und Dachfonds vereint

Praktischerweise wurde dann der Bestand in den Masterfonds eingebracht und dort weiter verwaltet, wobei eben zur Abbildung der weiteren (Nischen-)Strategien verschiedene (Sub-)Segmente in diesem Einbringungsfonds gebildet wurden, für die entweder direkt Asset Manager angebunden oder in entsprechende Fondsbeteiligungen investiert werden kann. Dies bringt Kosten- und Prozesseffizienz und die Investoren können nachhaltig profitieren: Von der Anbindung und Steuerung der Asset Manager für die direkten Immobilienbestände im Fonds bis zur Entledigung der Administration im Fall von weiteren Fondsbeteiligungen durch eine spezialisierte KVG vereint ein solches Konstrukt die Vorteile eines Master- und Dachfonds.

Zugleich lassen sich straffe und damit kosteneffiziente Lösungen für die Investoren kreieren, weil im Fonds für den Einbringungsbestand kein komplexer Datenhaushalt erzeugt werden muss, da der Investor naturgemäß seinen eigenen Bestand selbst am besten kennt. Andere Bestandshalter hatten sich schließlich wiederum für die Einbringung entschieden, da bei der gegenwartsbezogenen Betrachtung des Direktbestands eine Abweichung von der aktuellen Portfoliostrategie identifiziert wurde. Für die Wiederherstellung der Strategiekonformität wird an die Einbringung die Erwartung geknüpft, dass für den Fonds ein weiterer Asset Manager bestellt werden kann, der das Portfolio bestmöglich restrukturiert.

Dabei ist aber das ein oder andere Vorhaben dieser Art gar nicht erst in die Statistik der geschlossenen Spezial-InvKG eingegangen, weil es letztlich mit der „luxemburgischen Schwester“ SCS umge-

Entwicklung des Nettovolumens von geschlossenen Spezial-InvKG (in Milliarden Euro)*



Quelle: BVI Investmentstatistik

Kalkül ist nüchtern wie auch berechtigt: Auch eher neutral positionierte Master-KVGen können in bestimmten Situationen (beispielsweise wenn die Master-KVG von neuen Gesellschaftern übernommen wird, die unter Umständen andere Interessen verfolgen) beim Investor den Wunsch zur Trennung auslösen.

Daraus folgte die Erkenntnis einiger Investoren, dass in Konfliktfällen für die Zwecke der – absoluten – Interessendurchsetzung der Austausch des Managers nicht hinreichend ist, sondern darüber hinaus auch gleich die gesamte KVG-Plattform auswechselbar sein sollte. Bei Sondervermögen ist der KVG-Wechsel ein ausgesprochen anstrengender Weg, der Grunderwerbsteuerliche Klippen umschiffen muss und bis zu einem gewissen Grad auf die Mitwirkung der ausscheidenden KVG angewiesen ist, sodass er dort faktisch kaum vorkommt.

Stressfreier KVG-Wechsel

Hier spielt die geschlossene Spezial-InvKG ihre Vorteile als rechtsfähige Personengesellschaft mit eigener Rechtsidentität aus, da die Assets nicht im Vermögen der KVG feststecken, sondern sie selbst Eigentümerin und die (externe) KVG nichts weiter als

setzt wurde, wenn diese Restrukturierungsstrategie auf einer umfangreicheren Veräußerungsabsicht von Teilen des Einbringungsbestands aufbaut, um die Gefahr der gewerblichen Infizierung des Fonds besser managen zu können.

Profitiert hat jedenfalls meistens die Personengesellschaft (also geschlossene Spezial-InvKG oder vereinzelt die SCS) und nicht das Sondervermögen, und zwar aus Gründen der rechtssicheren grunderwerbsteuerlich neutralen Behandlung der Einbringung. Das Spezial-Sondervermögen kann zwar grundsätzlich hierfür auch in Erwägung gezogen werden, wofür dann aber mittels vertraglicher Regelungen in starker Abweichung vom gesetzlichen Normalfall offener Immobilienfonds operiert werden muss. Das Eigentum an den Vermögensgegenständen verbleibt dann beim Anleger und nur das Verfügungsrecht geht auf die KVG über; deswegen ist die Rede auch von sogenannten Miteigentumsfonds.

Grunderwerbsteuerlich neutrale Behandlung

Diese Lösung hat aber ihre Tücken und scheint aus der Zeit gefallen. Die grunderwerbsteuerliche Neutralität dieser Lösung wurde zudem bislang nur von einem unterinstanzlichen Finanzgerichtsurteil judiziert. Rechtssicherheit erlangt man bei Spezial-Sondervermögen also nur, wenn vor Einbringung jedes für die Immobilien zuständige Finanzamt verbindlich angefragt wird – bei regional verteilten Portfolios komplex und nicht zwingend erfolgreich. Deswegen beobachtete man Einbringungsvorgänge, seitdem die geschlossene Spezial-InvKG eingeführt wurde, entsprechend eher auch bei ihr.

Hier folgt die Grunderwerbsteuerneutralität bereits aus allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen, ohne dass Verrenkungen im Aufsichtsrecht erforderlich sind, deren zivil- und grunderwerbsteuerrechtliche Zielerreichung noch nicht mal ausgemachte Sache sind. Außerdem profitieren Investoren gleich auch noch in weiterer grunderwerbsteuerlicher Hinsicht. Im Hinblick auf nicht vorhersehbare zukünftige Ereignisse, wie etwa konkrete Leistungsunzufriedenheit mit der KVG, können Investoren einen möglicherweise induzierten KVG-Wechsel wiederum ebenfalls grunderwerbsteuerneutral umsetzen.

Trendbeispiel 3 – Single-Asset-Fonds:

Gerade in den letzten Jahren gab es im Markt ein größer werdendes Produktangebot von (Club-)Fonds mit einer Im-

mobilität, sogenannte Single-Asset-Fonds, oder einem kleinen Portfolio aus zwei oder drei Immobilien. Häufig wird dieses Fondsinstrument auch für Forward Deals oder Projektentwicklungen genutzt. Für Anleger, die ihre Kapitalanlage arrondieren und schnell abgerufen werden möchten, können derartige Opportunitäten aus verschiedenen Gründen sehr interessant sein.

Da für die geschlossene Spezial-InvKG anders als bei Sondervermögen nicht die Anlagevorschrift der Risikomischung gilt, darf eine geschlossene Spezial-InvKG – ohne Verrenkungen in Kauf nehmen zu müssen – auch dauerhaft aus nur einer, zwei oder drei Immobilien bestehen. Man-

gels Anteilsscheinrückgabemöglichkeit vor Fondsliquidation können auch keine verfrühten Anteilsscheinrückgaben Einzelner den Gesamterfolg des Anlegerkollektivs gefährden, sodass der Clubcharakter insoweit langfristig gesichert bleibt.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass anhaltende Trends, wie die Emanzipierung größerer und großer institutioneller Immobilieninvestoren in der Strategieentwicklung und -umsetzung, die Einbringung von Direktbeständen aus teils völlig verschiedenen strategischen Gründen sowie kleinere Fondsvehikel mit Clubcharakter der geschlossenen Spezial-InvKG auch weiterhin auf absehbare Zeit Auftrieb verschaffen werden. ■