Zusammenfassung des Kabinettsbeschlusses

Allgemeine Begründung

Offene Immobilienfonds sind gesetzestechnisch den Wertpapierfonds nachgebildet und wurden wie diese mit dem Versprechen der täglichen Verfügbarkeit vertrieben. Dieses Versprechen konnten die Anbieter über 40 Jahre anstandslos einhalten, weil den verkaufswilligen Anlegern immer ausreichend Neuanleger gegenüberstanden. Verändertes Anleger- und Vertriebsverhalten einerseits und zunehmend volatile Bewertungen am Immobilienmarkt andererseits haben dazu geführt, dass vor fünf Jahren erste Anbieter vorübergehend diese Versprechen gar nicht mehr oder nur mit erheblicher Hilfe der Bank-Muttergesellschaften einhalten konnten. Die schon seinerzeit vom Bundesministerium der Finanzen vorgeschlagenen Reformen wurden von der Investmentfondsbranche nachhaltig abgelehnt.

Daraufhin kam es im Zug der Finanzkrise zu so erheblichen Rückgaben institutioneller, aber auch privater Anleger, dass mangels ausreichender Liquidität zahlreiche und teilweise wiederholte Schließungen der Immobilienfonds eintraten, so dass mittlerweile für circa 26 Milliarden Euro Fondsvermögen – das entspricht etwa 29 Prozent des Gesamtmarkts – die Rückzahlungsverlangen der Anleger – rund zehn Prozent des Marktvolumens bereits seit geraumer Zeit – nicht erfüllt werden können.

Faktisch haben in den letzten Jahren für einen großen Teil des Marktsegments die Anbieter von Immobilienfonds das dem Anleger gegebene Versprechen, die Garantie täglicher Verfügbarkeit, zumindest zeitweise, teilweise auch wiederholt und noch andauernd nicht eingehalten. Die Enttäuschung der Anleger dürfte noch zunehmen, wenn es einzelnen derzeit ausgesetzten Fonds nicht gelingt, bis Ablauf der gesetzlichen Höchstfrist ausreichend Liquidität zu beschaffen. In diesen Fällen könnte es zur Abwicklung einzelner Fonds kommen, und die Anleger müssten nicht nur noch weiter auf die Rückzahlung warten, sondern auch nicht geringe Abschläge aus dem Verkauf der Immobilien hinnehmen.

Ziel der Neuregelung muss es daher sein, Rücknahmeaussetzungen für die Zukunft entgegen zu wirken.

Die offenen Immobilienfonds investieren mit langfristiger Orientierung in Immobilien. Nach der aktuellen Ausgestaltung der Vertragsbedingungen haben sich die Kapitalanlagegesellschaften dem Anleger gegenüber jedoch meistens verpflichtet, sehr kurzfristig, nämlich börsentäglich, Rücknahmeverlangen zu bedienen. Die Fristeninkongruenz zwischen kurzfristiger Verfügbarkeit der angelegten Mittel (auch sogleich nach der Anlage) einerseits und der langfristigen Bindung des Sondervermögens in Immobilien andererseits hat maßgeblich zu den Rücknahmeaussetzungen offener Immobilienfonds seit dem Jahr 2005 beigetragen. Die offenen Immobilien-Sondervermögen sind durch die Fristeninkongruenz zwischen langfristiger Anlage in Immobilien einerseits und kurzfristiger Verfügbarkeit der Mittel für die Anleger andererseits in Bedrängnis geraten.

Erneut setzten 2008 mehrere Fonds die Rücknahme von Anteilen aus; diese Fonds sind teilweise immer noch oder (nach vorübergehender Wiedereröffnung) schon wieder geschlossen. Die Finanzkrise der vergangenen beiden Jahre hat das Bewusstsein für die Problematik inkongruenter Fristen geschärft.

Durch die neu eingeführte Mindesthaltefrist wird auch Anlegern und Anlageinteressenten schon beim Erwerb von Anteilen an einem Immobilien-Sondervermögen bewusst, dass eine Investition in Immobilien langfristig angelegt sein muss, damit sich die Kosten des Immobilienerwerbs und die Kosten des Sondervermögens durch eine positive Wertentwicklung amortisieren können. Die Neuregelung erlaubt für die Zukunft eine angemessene Liquiditätssteuerung durch die verwaltenden Kapitalanlagegesellschaften. Zukünftig gilt eine Mindesthaltefrist von zwei Jahren, die für bestehende Anleger als erfüllt gilt. Daran schließen sich zwei weitere Jahre mit Halteanreizen an: ausstiegswillige Anleger müssen im dritten Jahr einen Abschlag von zehn Prozent auf den Anteilwert hinnehmen, im vierten Jahr fünf Prozent. Ab dem fünften Jahr ist eine abschlagsfreie Rückgabe möglich. Der Abschlagsbetrag verbleibt im Fondsvermögen und kommt den im Fonds verbleibenden Anlegern zugute, die mit zeitlicher Verzögerung wegen der bei erhöhten Rücknahmen entstehenden Transaktionskosten aufgrund notwendiger Immobilienverkäufe belastet werden können. Mindesthaltsfrist und Rücknahmeabschläge erfassen nur Beträge, die über EUR 5000 pro Monat hinausgehen. Damit bleibt der typische laufende Bedarf eines Privatanlegers von den genannten Einschränkungen unbeeinträchtigt.

Zudem soll eine häufigere Bewertung stattfinden und damit den Wertentwicklungen an den Immobilienmärkten besser Rechnung getragen werden. Rücknahmetermine und Bewertungsfrequenz werden verknüpft: Eine Kapitalanlagegesellschaft entscheidet damit für jeden Fonds, mit welcher Frequenz Anteile ausgegeben und zurückgenommen werden, im gleichen Turnus müssen alle Immobilien im Fonds bewertet werden. Entscheidet sich die Kapitalanlagegesellschaft für die tägliche Rücknahme der Fondsanteile, müssen alle Immobilien zumindest monatlich neu bewertet werden. Hält die Kapitalanlagegesellschaft die damit verbundenen höheren Kosten für die Bewertung, die zulasten des Fondsvermögens und damit der Rendite gehen, für nicht vertretbar, so wird sie sich auf wenige Ausgabe- und Rücknahmetermine beschränken. Die Verkürzung des regelmäßigen Bewertungsturnus verbessert die im Wesentlichen auf Immobilienschätzwerten beruhende Anteilwertermittlung.

Durch diese Maßnahmen soll im Interesse der Anleger und der Integrität der Immobilien und Kapitalmärkte ein nachhaltiges Offenhalten der Sondervermögen – ein Wesensmerkmal des offenen Fondstyps – sichergestellt werden.

Wenn jedoch Fonds wegen ihres Immobilienbestandes und fehlenden Anlegerinteresses keine Aussicht auf eine nachhaltige Wiedereröffnung haben, bedarf es eines verbesserten Verfahrens zu ihrer geordneten Abwicklung. Die bisherigen Regelungen erscheinen unzureichend.

Änderung des Investmentgesetzes

(Detaillierte Begründung)

Das Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676), das zuletzt durch Artikel 10 des Gesetzes vom 8. April 2010 (BGBl. I S. 386) geändert worden ist, wird wie folgt geändert:

1. In der Inhaltsübersicht werden nach der Angabe zu § 81 die folgenden Angaben eingefügt:
„§ 81a Aussetzung nach Kündigung
§ 81b Beschlüsse der Anleger“

(Die Inhaltsübersicht wird den vorgesehenen Änderungen entsprechend angepasst.)

2. In § 37 Absatz 3 Satz 1 werden nach den Wörtern
„erforderlich ist“ die Wörter „; die Bundesanstalt soll die Aussetzung der Rücknahme anordnen, wenn die Kapitalanlagegesellschaft bei einem Immobilien-Sondervermögen im Fall des Absatzes 2 Satz 1 die Aussetzung nicht vornimmt oder im Fall des § 81 der Verpflichtung zur Aussetzung nicht nachkommt“ eingefügt.

(Die Vorschrift ist für Immobilien-Sondervermögen nun als Soll-Vorschrift ausgestaltet. **Setzt die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme nicht gemäß § 37 Absatz 2 oder § 81 aus, obwohl dies im Interesse der Anleger erforderlich ist, weil die dort genannten Voraussetzungen für eine Aussetzung eingetreten sind, so *soll* die BaFin nach dem geänderten Absatz 3 die Aussetzung der Rücknahme gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft anordnen.** Die BaFin kann daher bei Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen nur in besonders gelagerten Ausnahmefällen von einer Anordnung der Rücknahmeaussetzung absehen. Die Kapitalanlagegesellschaft ist bereits nach den allgemeinen Regeln des Absatzes 2 und den besonderen Regeln für Immobilien-Sondervermögen nach § 81 unter den dort jeweils genannten Voraussetzungen zur Aussetzung der Rücknahme verpflichtet. Gemäß § 4 Absatz 4 des Gesetzes über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nimmt die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr. Dies gilt auch für die Anordnung der Rücknahmeaussetzung und bedarf keiner ausdrücklichen Klarstellung im Wortlaut der Ermächtigungsnorm, die nur eine spezielle Ausprägung der Anordnungsbefugnis des § 5 Absatz 1 Satz 2 darstellt. Die BaFin wird hier ausschließlich im öffentlichen Interesse an der Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben, insbesondere des § 9, tätig und gerade nicht im subjektiven Interesse einzelner Anleger. Eine Aussetzung kann insbesondere dann im öffentlichen Interesse erforderlich sein, wenn sie dem Schutz aller Anleger oder bestimmter Anlegergruppen (zum Beispiel Privatanleger) dient.)

3. In § 77 Absatz 2 Satz 7 werden nach den Wörtern
„ausgeschlossen sind“ die Wörter „insbesondere der Sachverständige von Objektvermietung, -verkauf und -vermittlung unabhängig und durch Informationsbarrieren getrennt ist“ eingefügt.

(**Die Regelung der Konfliktverhinderung bei Sachverständigen hat zu Unklarheiten geführt und wird präzisiert.** Wegen des verkürzten Bewertungsturnus’ bei Immobilien-Sondervermögen ist ein erhöhter Bedarf an Sachverständigen abzusehen. Überhöhte Anforderungen an die Konfliktprüfung könnten zu sachlich nicht gerechtfertigten Engpässen und in der Konsequenz dazu führen, dass Angehörige größerer Zusammenschlüsse mit besonderer Expertise in bestimmten Teilmärkten nicht als Sachverständige für die Bewertung der Immobilien herangezogen werden können, obwohl konkret kein Konflikt zu besorgen ist. Die neue Regelung greift auf die Anforderungen des § 7 der Beleihungswertermittlungsverordnung zurück und ergänzt diese durch das Erfordernis einer organisatorischen und informationellen Abschottung des Sachverständigen von anderen Abteilungen eines Zusammenschlusses durch Informationsbarrieren (auch als Chinese Walls bezeichnet).)

4. Dem § 78 Absatz 1 wird folgender Satz angefügt:
„Mindestens 50 Prozent der Erträge des Sondervermögens müssen ausgeschüttet werden, sofern sie nicht für künftige Instandsetzungen nach Satz 1 einzubehalten sind.“

(**Die Mindesthaltefrist im neuen § 80c Absatz 3 binden das vom Anleger investierte Kapital. Dies ist mit einer allzu weitgehenden Thesaurierung der Erträge des Sondervermögens nicht vereinbar.** Zum Ausgleich für diese Kapitalbindung muss dem Anleger vielmehr ein jährlicher Ertrag zufließen. Dies gebietet schon die Überlegung, dass beim Anleger jährlich Steuern auch auf die thesaurierten Erträge des Sondervermögens anfallen, die er wegen der Mindesthaltefrist nicht durch Rückgabe eines Teils seiner Investmentanteile bedienen kann. Deshalb führt der neue § 78 Absatz 1 Satz 2 eine **Mindestausschüttung von 50 Prozent der Erträge des Sondervermögens** ein. Die Mindestausschüttung steht jedoch unter dem Vorbehalt des Einbehalts nach Absatz 1 Satz 1. Sie wird zwar von den vollen Erträgen berechnet, aber nur insoweit ausgeschüttet, als die im Sondervermögen verbleibenden Erträge die künftig erforderlichen Instandsetzungen nach der Ausschüttung noch abdecken.)

5. § 79 wird wie folgt geändert:

a) Dem Absatz 1 werden die folgenden Sätze angefügt:

„Kann der Anleger börsentäglich verlangen, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil am Sondervermögen ausgezahlt wird, oder **sehen die Vertragsbedingungen eines Immobilien-Sondervermögens** gemäß § 80c Absatz 2 Satz 1 **Rücknahmetermine häufiger als alle zwölf Monate vor, so tritt in den Sätzen 3 und 4 an die Stelle des Zeitraums von zwölf Monaten der Zeitraum, der dem Abstand zwischen zwei Rücknahmeterminen entspricht, mindestens aber ein Monat.** Die Kapitalanlagegesellschaft hat bei Bewertungen nach den Sätzen 2 und 3 sicherzustellen, dass zu jedem Bewertungszeitpunkt die Bewertung von höchstens 30 Prozent der Vermögensgegenstände im Sinne des § 67 Absatz 1 und 2 und § 68 Absatz 1, gemessen an den Wertverhältnissen nach der letzten Bewertung, länger als einen Zeitraum zurückliegt, der einem Drittel des Zeitraums gemäß Satz 10 entspricht; außerordentlich bewertete Immobilien gemäß Satz 5 bleiben für die Berechnung der 30 Prozent sowohl als kürzlich bewertete Immobilien als auch als Bestandteil des Gesamtportfolios unberücksichtigt.“

(Der Anteilpreisermittlung kommt bei einem offenen Investmentfonds entscheidendes Gewicht zu, weil Anleger zu diesen Preisen laufend Anteile erwerben oder zurückgeben. Ein nicht sachgerechter Anteilwert bevorzugt beziehungsweise benachteiligt entweder den ein- oder aussteigenden Anleger oder die verbleibenden Anleger, ohne dass dies gegenüber dem einzelnen Anleger nachgebessert werden könnte. Bei Wertpapierfonds ist die Preisfestsetzung in der Regel aufgrund der börslichen täglichen Preisbildung bei Wertpapieren weitgehend unproblematisch. Bei Immobilien kann hingegen zur Ermittlung des Nettoinventarwerts nur auf den Verkehrswert zurückgegriffen werden, wie er von Sachverständigen geschätzt wird. Daher kommt dem Bewertungsturnus eine erhebliche Bedeutung zu. Bisher mussten die einzelnen Immobilien lediglich einmal jährlich vom Sachverständigenausschuss begutachtet werden, sofern nicht im Einzelfall aufgrund von Änderungen wesentlicher Bewertungsfaktoren eine vorzeitige außerturnusmäßige Bewertung vorzunehmen war. Die Entwicklung der Märkte im Zuge der Finanzkrise haben eine Volatilität auch in den Immobilienmärkten offenbart, der mit einer **Verkürzung des Bewertungsintervalls** für die Regelbewertung zu begegnen ist. So waren beispielsweise bei außerturnusgemäßen Neubewertungen von Immobilien, die zuletzt vor wenigen Monaten turnusgemäß bewertet wurden, Abwertungen in beträchtlicher Größenordnung zu verzeichnen. Die Änderung gemäß Satz 10 trägt diesem Rechnung und vermeidet so künftig eine Vielzahl von außerturnusgemäßen Neubewertungen. Jede Kapitalanlagegesellschaft entscheidet für jeden Fonds selbst, mit welcher Frequenz Anteile ausgegeben und zurückgenommen werden. Zu jedem Ausgabe- und Rücknahmetermin müssen alle Immobilien im Fonds aktuell – d.h. nach dem vorangehenden Ausgabe- und Rücknahmetermin und mit rollierender Bewertung – bewertet sein. Satz 11 stellt ein rollierendes Bewertungssystem für Grundstücke sicher. Die Grenzen von 30 Prozent der Immobilien, deren Bewertung nicht mehr als ein Drittel des Bewertungsintervalls zurückliegen darf, führt in der Praxis mit einem gewissen Spielraum dazu, dass der Immobilienbestand gleichmäßig verteilt über den Bewertungsintervall neu bewertet werden muss. Außerordentlich bewertete Immobilien bleiben für die 30 Prozent-Grenze sowohl im Zähler als auch im Nenner unberücksichtigt. Eine Konzentration der Bewertung auf wenige Stichtage innerhalb des Bewertungsintervalls für die Anteilwertermittlung ist nicht wünschenswert. Zum einen würde die Kapazität der Sachverständigen über Gebühr strapaziert. Zum anderen soll das in der Praxis bewährte rollierende Bewertungssystem gesetzlich fortgeschrieben werden.)

b) In Absatz 3 Satz 1 werden die Wörter

„nach Maßgabe des“ durch die Wörter „in Abweichung von“ und das Wort „börsentäglich“ durch die Wörter „mindestens zu jedem Rücknahmetermin und zu jedem Ausgabetermin“ ersetzt.

(**Die börsentägliche Anteilpreisfeststellung erübrigt sich, wenn Anteile nur noch in größeren Intervallen ausgegeben und zurückgenommen werden.** Eine Preisfeststellung ist nur erforderlich zu Zeitpunkten, in denen Anleger neue Anteile erwerben oder Anteile zurückgeben können.)

6. In § 80 Absatz 1 Satz 2 werden nach dem Wort

„täglich“ die Wörter „für die Rücknahme von Anteilen“ eingefügt.

(Die Einfügung dient der **redaktionellen Klarstellung**.)

7. § 80c wird wie folgt geändert:

a) Absatz 2 wird wie folgt geändert:

aa) Satz 1 wird wie folgt gefasst:

„In Abweichung von § 37 Absatz 1 können **die Vertragsbedingungen von Immobilien-Sondervermögen vorsehen, dass die Rücknahme von Anteilen nur zu bestimmten Rücknahmeterminen, jedoch mindestens alle zwölf Monate erfolgt.**“

(Die Neufassung von Satz 1 stellt klar, dass von der jederzeitigen Verpflichtung zur Rücknahme der Anteile gemäß § 37 Absatz 1 abgewichen werden kann und eine Festlegung von unterjährigen festen Rücknahmeterminen möglich ist.)

bb) Satz 2 wird wie folgt gefasst:

„Neue Anteile dürfen in den Fällen des Satzes 1 nur zu den in den Vertragsbedingungen festgelegten Rücknahmeterminen ausgegeben werden.“

(Die **Bindung der Ausgabe- an die Rücknahmetermine** beruht auf dem Gedanken, dass eine Anteilausgabe ebenso wenig wie eine -rücknahme nicht ohne zeitnah aktualisierte Bewertung stattfinden darf; dieser Gedanke entspricht auch dem Stand der Diskussion auf Ebene der Europäischen Union. Dies verlangt für die Ausgabe- ebenso wie für die Rücknahmetermine die Konzentration auf wenige Termine im Jahr, um den Aufwand für die Fonds zu begrenzen. Die Abkehr von der bisher börsentäglichen Rücknahme ist nicht mehr daran geknüpft, dass Rückgabefristen vorgesehen werden.)

b) Folgende Absätze 3 und 4 werden angefügt:

„(3) Anteilrückgaben sind, soweit sie 5 000 Euro pro Monat für einen Anleger übersteigen, bei Immobilien-Sondervermögen erst nach Ablauf einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten möglich. Der Anleger hat für jeden Rücknahmetermin während der Haltefrist mindestens den seiner Rückgabeerklärung entsprechenden Bestand nachzuweisen. Der Nachweis kann durch einen in Textform erstellten besonderen Nachweis der Anteilinhaberschaft durch die depotführende Stelle oder auf andere in den Vertragsbedingungen vorgesehene Weise geführt werden.

(Anteile an Immobilien-Sondervermögen können erst nach einer Haltefrist von zwei Jahren zurückgegeben werden. Diese Haltefrist schützt den Anleger vor übereilten Verkäufen, denn erst nach einer gewissen Zeit amortisiert sich aus der Rendite des Sondervermögens der vom Anleger entrichtete Ausgabeaufschlag. Der Anleger soll davor bewahrt werden, durch häufige Fondswechsel auf der Jagd nach der höchsten Rendite immer wieder aufs Neue Ausgabeaufschläge zu entrichten und den Fonds zu verlassen, bevor diese sich amortisiert haben. Die verbleibenden Anleger sollen auch vor Transaktionskosten aus Grundstücksverkäufen geschützt werden, die bei häufigem Anlegerwechsel erforderlich werden könnten. **Für Kleinanleger soll weiterhin eine Rückgabe ihrer Anteile im Wert von bis zu 5.000 Euro monatlich vom ersten Tag ihrer Anlage möglich sein**. Der Nachweis der Haltefrist kann, da es sich bei den Anteilen an offenen Immobilienfonds überwiegend um Inhaberpapiere handelt, nur über eine gesonderte Bestätigung erfolgen, die für jeden während zwei Jahre vorausgehenden Rückgabetermin einen entsprechenden Bestand anzeigt. Die vorgesehene Bestätigung durch die Depot führende Stelle orientiert sich an der Bestätigung gemäß § 123 Aktiengesetz.)

(4) Soweit Anteilrückgaben 5 000 Euro pro Monat für einen Anleger übersteigen, sind sie nach Ablauf der Mindesthaltefrist gemäß Absatz 3 für weitere zwölf Monate nur mit einem Rücknahmeabschlag von 10 Prozent auf den Anteilwert und anschließend für weitere zwölf Monate nur mit einem Rücknahmeabschlag von 5 Prozent zulässig. Absatz 3 Satz 2 und 3 gilt entsprechend. Die Rücknahmeabschläge nach Satz 1 müssen im Sondervermögen verbleiben.“

(Nach Absatz 4 schließen sich **im Anschluss an die zweijährige Haltefrist weitere zwei Jahre mit Halteanreizen an. Ausstiegswillige Anleger müssen im dritten Jahr einen Abschlag von zehn Prozent auf den Anteilpreis hinnehmen, im vierten Jahr fünf Prozent. Ab dem fünften Jahr ist eine abschlagsfreie Rückgabe möglich.** Der Abschlagsbetrag verbleibt im Fondsvermögen und kommt den im Fonds verbleibenden Anlegern zugute, die mit zeitlicher Verzögerung wegen der bei erhöhten Rücknahmen entstehenden Transaktionskosten aufgrund notwendiger Immobilienverkäufe belastet werden können. Abweichend von § 23 Absatz 2 Satz 5 müssen die Rücknahmeabschläge im Sondervermögen verbleiben.)

8. In § 80d Absatz 1 Nummer 1 wird das Wort
„monatlich“ durch die Wörter „zu den in den Vertragsbedingungen bestimmten Rücknahmeterminen“ ersetzt und der Halbsatz „, wenn zum Zeitpunkt der Rückgabe der Anteile die Summe der Werte der zurückgegebenen Anteile den in den Vertragsbedingungen bestimmten Betrag überschreitet“ gestrichen.

(Es handelt sich um **Folgeänderungen** der Änderungen des § 80c.)

9. § 81 wird wie folgt geändert:
a) Der bisherige Wortlaut wird Absatz 1 und wird wie folgt geändert:
aa) In Satz 1 werden die Wörter „so kann die Kapitalanlagegesellschaft die Rückzahlung bis zum Ablauf einer in den Vertragsbedingungen festzusetzenden Frist verweigern“ durch die Wörter „so hat die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme der Anteile zu verweigern“ ersetzt.

(Die Neuregelung stellt klar, dass es für die **Kapitalanlagegesellschaft verpflichtend ist und nicht in deren Ermessen steht, die Anteilrücknahme bei mangelnder Liquidität vorübergehend auszusetzen**. **Der erste Aussetzungsbeschluss nach Absatz 1 ist nur ein Mittel der vorübergehenden, kurzfristigen Liquiditätssteuerung.** Länger als sechs Monate andauernden Liquiditätsengpässen ist mit Veräußerungen gemäß Absatz 1 Satz 2 und anschließend gegebenenfalls in weiteren Stufen nach Maßgabe der Absätze 2 bis 4 zu begegnen. Die an den ursprünglichen Aussetzungsbeschluss geknüpfte Frist – wie die weiteren, im Hinblick auf die Aussetzung in § 81 geregelten Fristen – läuft wie bisher einheitlich, d.h. in gleicher Weise gegenüber allen Anlegern und damit unabhängig davon, wann sie ihr Rückgabeverlangen tatsächlich platziert haben. Maßgeblich ist insoweit das erste Rückgabeverlangen, das die Kapitalanlagegesellschaft unter Berufung auf den Liquiditätsmangel und die gesetzliche Leistungsverweigerungspflicht des § 81 nicht mehr bedient hat.)

bb) In Satz 2 werden die Wörter „nach Ablauf dieser Frist“ durch die Wörter „auch nach Ablauf von sechs Monaten seit dem Rücknahmeverlangen“ ersetzt.

(**Sofern etwaige bisher zur Steigerung der Liquidität von der Kapitalanlagegesellschaft ergriffene Maßnahmen nicht ausgereicht haben, so muss sich die Kapitalanlagegesellschaft nach dem Ablauf von sechs Monaten nach Maßgabe des § 81 um den Verkauf der Immobilien zu angemessenen und damit gegenüber der Vorgabe des § 82 erleichterten Bedingungen bemühen.** Die zweiten sechs Monate seit der ersten Rücknahmeverweigerung dienen dem Versuch, Vermögensgegenstände des Sondervermögens nunmehr gegebenenfalls zunächst unwesentlich unterhalb des Verkehrswertes zu veräußern und dadurch Liquidität zu generieren.)

cc) Die Sätze 4 bis 7 werden aufgehoben.

(Satz 4 betraf eine Verlängerung der Frist nach dem bisherigen Aussetzungsregime, die mit Einführung der weiteren Stufen der Absätze 2 bis 4 hinfällig geworden ist. Die Beleihung der Vermögensgegenstände des Sondervermögens gemäß der bisherigen Sätze 5 bis 7 hat sich nicht bewährt und wird abgeschafft. Die verbliebenen Anleger dürften in einer solchen Situation, in der sich die zu beleihenden Vermögensgegenstände bisher zunächst nicht zu angemessenen Bedingungen veräußern ließen, ihre Anlage durch entsprechende Kreditaufnahmen regelmäßig mit erheblichen Zinsaufwendungen belastet sehen, die die weitere Wertentwicklung des Fonds stark negativ beeinflussen würde.)

b) Folgende Absätze 2 bis 4 werden angefügt:

„(2) **Reichen ein Jahr nach dem Rücknahmetermin** gemäß Absatz 1 Satz 1 die liquiden Mittel gemäß § 80 Absatz 1 nicht aus, so hat die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme weiterhin zu verweigern und durch **Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens weitere liquide Mittel zu beschaffen**. Der **Veräußerungserlös** kann abweichend von § 82 Absatz 1 Satz 1 den dort genannten Wert **um bis zu 10 Prozent unterschreiten**.

(Nach Ablauf der ersten zwölf Monate nach Aussetzung der Rücknahme sind die Interessen der Anleger an der Verfügbarkeit ihrer angelegten Mittel bei der Veräußerung von Vermögensgegenständen verstärkt zu berücksichtigen. Der neue Absatz 2 sieht daher eine zweite Phase der Liquiditätsbeschaffung vor und erlaubt zu diesem Zweck einen Verkauf der Immobilien zu Konditionen, die außerhalb einer längeren Aussetzung der Rücknahme nicht für angemessen erachtet würden. Diese zweite Phase dauert ein weiteres Jahr (das zweite Jahr ab der ersten Rücknahmeverweigerung), d.h. bei halbjährlichen Rücknahmeterminen endet sie mit dem zweiten, bei jährlicher Rücknahme mit den erstfolgenden Rückgabetermin nach dem Termin, der die erste Veräußerungsphase abschließt.)

(3) **Reichen auch ein Jahr nach dem Rücknahmetermin** gemäß Absatz 2 Satz 1 die liquiden Mittel gemäß § 80 Absatz 1 weiterhin nicht aus, so hat die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme weiterhin zu verweigern und durch **Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens weitere liquide Mittel zu beschaffen.** Der **Veräußerungserlös** kann abweichend von § 82 Absatz 1 Satz 1 den dort genannten Wert **um bis zu 20 Prozent unterschreiten. Sechs Monate nach dem Rücknahmetermin im Sinne des Satzes 1 kann jeder Anleger verlangen, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil am Sondervermögen aus diesem ausgezahlt wird.**

Der neue Absatz 3 sieht eine letzte, halbjährige Phase der Liquiditätsbeschaffung mit einem gegenüber Absatz 2 nochmals erhöhten Abschlag von bis zu 20 Prozent auf den vom Sachverständigenausschuss ermittelten Wert der zu veräußernden Vermögensgegenstände vor. Sehen die Vertragsbedingungen nur eine Rücknahme einmal im Jahr vor, ordnet das Gesetz nun einen – in diesem Fall außerordentlichen – Rücknahmetermin zum Ablauf dieses Halbjahreszeitraums an. Die Veräußerungsphasen während der Rücknahmeaussetzung sähen bei einem Sondervermögen mit halbjährlichen Rücknahmeterminen im Januar und Juli beispielsweise wie folgt aus:
Januar Jahr 1: Rücknahme wird mangels Liquidität verweigert; innerhalb der ersten sechs Monate Steigerung der Liquidität etwa durch Mittelzuflüsse durch Ausgabe neuer Anteile an den in den Vertragsbedingungen festgelegten Terminen oder aber „gewöhnliche“ Veräußerungen nach Maßgabe des § 82 InvG (Verkehrswert).
Juli Jahr 1: Rücknahme wird mangels Liquidität weiterhin verweigert, Veräußerungspflicht zu erleichterten, angemessenen Bedingungen, d.h. auch unwesentlich unterhalb Verkehrswert setzt ein.
Januar Jahr 2: Rücknahme wird mangels Liquidität weiterhin verweigert, Möglichkeiten der Veräußerung zu Preisen bis zu 10 Prozent unterhalb des Verkehrswertes sind innerhalb des zweiten Jahres nach Aussetzung wahrzunehmen.
Januar Jahr 3: Rücknahme wird mangels Liquidität weiterhin verweigert, Möglichkeiten der Veräußerung zu Preisen bis zu 20 Prozent unterhalb des Verkehrswertes sind nach Ablauf von zwei Jahren nach Aussetzung wahrzunehmen.
Juli Jahr 3: Wenn Rücknahme immer noch mangels Liquidität verweigert wird, Einleitung der Abwicklung (Absatz 4).

(4) **Reichen auch zu dem Rücknahmetermin gemäß Absatz 3 Satz 3 die Bankguthaben und die liquiden Mittel gemäß § 80 Absatz 1 nicht aus, oder setzt eine Kapitalanlagegesellschaft zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Rücknahme von Anteilen aus, erlischt das Recht der Kapitalanlagegesellschaft, dieses Immobilien-Sondervermögen zu verwalten.** Ein erneuter Fristlauf nach den Absätzen 1 bis 3 kommt nicht in Betracht, wenn die Kapitalanlagegesellschaft die Anteilrücknahme binnen drei Monaten erneut aussetzt oder wenn sie, falls die Vertragsbedingungen nicht mehr als vier Rückgabetermine im Jahr vorsehen, nur zu einem Rücknahmetermin wieder aufgenommen hatte, aber zum darauf folgenden Rücknahmetermin die Anteilrücknahme erneut unter Berufung auf Absatz 1 Satz 1 verweigert."

(Der neue Absatz 4 ordnet für den Fall, dass sich die Kapitalanlagegesellschaft auch unter den erleichterten Veräußerungsbedingungen innerhalb der Fristen der Absätze 2, 3 keine hinreichende Liquidität beschaffen konnte, um alle Rücknahmeverlangen zu bedienen, den Übergang des Verwaltungsrechts für das Sondervermögen auf die Depotbank und damit dessen Abwicklung gemäß § 39 an. Ferner erlischt das Verwaltungsrecht unabhängig von der Dauer der Aussetzungen auch dann, wenn die Kapitalanlagegesellschaft zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Rückgabewünsche der Anleger nicht bedient. Dies ist auch verhältnismäßig, weil die Kapitalanlagegesellschaften mit den neuen Haltefristen ein wirksames Instrumentarium an die Hand bekommen, um Aussetzungen in Zukunft entgegenzusteuern. Nach Satz 2 führen zur Vermeidung von Gesetzesumgehungen kurzzeitige Wiedereröffnungen ohne Nachhaltigkeit nicht zur Unterbrechung oder auch nur zur Hemmung des Fristlaufs. Eine kurzzeitige Wiedereröffnung liegt vor, wenn eine Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme von Anteilen an einem Rücknahmetermin wieder aufnimmt, jedoch innerhalb von drei Monaten dazu erneut nicht in der Lage ist.)

10. Nach § 81 werden die folgenden §§ 81a und 81b eingefügt:

„§ 81a

Aussetzung nach Kündigung

(1) Außergewöhnliche Umstände im Sinne des § 37 Absatz 2 Satz 1 liegen auch solange vor, wie die Kapitalanlagegesellschaft die Kündigung der Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens erklärt hat, die Kündigung aber noch nicht wirksam ist.

(**Grundsätzlich hat die Kapitalanlagegesellschaft zu jedem Rückgabetermin die Anteile rückgabewilliger Anleger zurückzunehmen.** Die Aussetzung ist eine Ausnahme. Über die Fristen des § 81 für die Beschaffung frischer Liquidität hinaus kann das Sondervermögen die Rücknahme von Anteilen nicht wegen Liquiditätsmangels aussetzen. Für die Aussetzung wegen Liquiditätsmangels ist § 81 lex specialis zu § 37 Absatz 2. Die fehlende Liquidität ist damit kein außergewöhnlicher Umstand im Sinne des § 37 Absatz 2. Das bedeutet auch, dass nach Ablauf des in § 81 gewährten Aufschubs eine weitere Rücknahmeaussetzung nicht mit fehlender Liquidität begründet werden kann. § 37 Absatz 2 greift aber auch während oder nach Ablauf des Aufschubs nach § 81 ein, wenn außergewöhnliche Umstände eintreten. Die fehlende Liquidität als solche ist auch nach Ablauf des Aufschubs nach § 81 kein außergewöhnlicher Umstand. **Ein außergewöhnlicher Umstand kann aber darin liegen, dass die Kapitalanlagegesellschaft die Verwaltung des Sondervermögens gekündigt hat und die Kündigungsfrist noch nicht abgelaufen ist.** § 81a hat klarstellende Funktion. Im Fall einer Kündigungserklärung dauert die Verwaltungsbefugnis der Kapitalanlagegesellschaft für das Sondervermögen bis zum Wirksamwerden der Kündigung an. Zugleich können aber keine neuen Anlegergelder mehr in den Fonds eingeworben werden. Diese Situation weicht von der gewöhnlichen Verwaltung des Sondervermögens ab.)

(2) Eine Kapitalanlagegesellschaft, welche die Verwaltung eines Immobilien- Sondervermögens gekündigt hat, ist bis zum Erlöschen des Verwaltungsrechts berechtigt und verpflichtet, in Abstimmung mit der Depotbank sämtliche Vermögensgegenstände dieses Sondervermögens zu angemessen Bedingungen oder mit Einwilligung gemäß § 81b zu veräußern.

(Nach der Kündigung durch die Kapitalanlagegesellschaft kommt es zu keiner weiteren Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, sondern das Sondervermögen wird abzuwickeln sein. **Das Interesse der Anleger ist somit ab dem Zeitpunkt der Kündigung regelmäßig auf die möglichst zügige Auszahlung eines höchstmöglichen Liquidationserlöses gerichtet. Letzterer wird am besten dadurch erreicht, dass vorrangig die Kapitalanlagegesellschaft die Veräußerung der Immobilien betreibt.** Dabei sind zwar weiterhin angemessene Preise anzustreben. Je länger die Aussetzung fortdauert, umso stärker ist jedoch das Interesse der Anleger zu gewichten, auf die angelegten Mittel bald zugreifen zu können. Die Wertungen des § 81 Absatz 2 und 3 sind auch hier zu berücksichtigen. Verkäufe unterhalb dieser Werte können auf Basis der Gläubigerbeteiligung gemäß § 81b erfolgen, die aber nicht auf Verkäufe unter einem bestimmten Wert beschränkt ist.)

(3) Während einer Aussetzung der Rücknahme nach § 37 Absatz 2 oder nach Absatz 1 in Verbindung mit § 37 Absatz 2 sind § 68a sowie die in § 74 genannten Anlaufbegrenzungen nicht anzuwenden, soweit die Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens die Außerachtlassung dieser Anlagegrenzen im Interesse der Anleger erfordert.

(**Die Phase zwischen Erklärung und Wirksamwerden der Kündigung soll der Kapitalanlagegesellschaft erlauben, ihr Know-how zu einem unter den Umständen möglichst günstigen Abverkauf der Immobilien einzusetzen.** Die Einhaltung der Anlagegrenzen ist dabei nicht immer praktikabel. Sie ist aber wegen der Zukunftsgerichtetheit der Anlagegrenzen auch nicht erforderlich; denn auf die Zusammensetzung des Sondervermögens kommt es in diesem Stadium nicht mehr an. § 68a findet in dieser Phase keine Anwendung, weil die Veräußerung innerhalb des Konzerns gegebenenfalls die einzige Möglichkeit einer Veräußerung zu angemessenen Bedingungen ist.)

(4) Aus den Erlösen aus Veräußerungen nach Absatz 2 ist den Anlegern in Abstimmung mit der Depotbank ungeachtet des § 78 ein halbjährlicher Abschlag auszuzahlen, soweit diese Erlöse nicht zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung benötigt werden und soweit nicht Gewährleistungszusagen aus den Veräußerungsgeschäften oder zu erwartende Auseinandersetzungskosten den Einbehalt im Sondervermögen verlangen.

Steht fest, dass das Sondervermögen der Abwicklung zugeführt wird, richtet sich das Interesse der Anleger vorrangig auf die möglichst zügige Auszahlung des Liquidationserlöses und damit der Substanz seines Investments. Absatz 4 stellt klar, dass die Kapitalanlagegesellschaft im Rahmen der Abwicklung bereits vereinnahmte Erlöse aus der Veräußerung von Vermögensgegenständen in regelmäßigen Abständen an die Anleger auszuzahlen hat. Da es sich hierbei um Substanzauskehrungen und nicht um Ertragsverwendungen handelt, sind die Zahlungen nicht auf ausschüttbare Beträge im Sinne des § 78 zu beschränken. Einzubehalten sind jedoch neben den für die ordnungsgemäße laufende Bewirtschaftung erforderlichen Beträgen auch diejenigen Beträge, die zur Bedienung etwa bei Veräußerung der Objekte eingegangener Gewährleistungen und Garantien erforderlich werden könnten, sowie weitere absehbare Auseinandersetzungskosten.

§ 81b

Beschlüsse der Anleger

(1) Die Vertragsbedingungen eines Immobilien-Sondervermögens haben für den Fall der Aussetzung der Anteilrücknahme gemäß § 81 vorzusehen, dass die Anleger durch Mehrheitsbeschluss in die Veräußerung bestimmter Vermögensgegenstände einwilligen können, auch wenn diese Veräußerung nicht zu angemessenen Bedingungen im Sinne des § 81 Absatz 1 Satz 3 erfolgt. Ein Widerruf der Einwilligung kommt nicht in Betracht. Die Einwilligung verpflichtet die Kapitalanlagegesellschaft nicht zur Veräußerung.

(**Den Anlegern eines Sondervermögens, für das die Rücknahme der Anteile ausgesetzt ist, ist die Möglichkeit genommen, durch Rückgabe ihrer Anteile ihr Investment zu beenden. Diesem Defizit ist für die Zeit der Aussetzung gemäß § 81 mit einem sachlich beschränkten Mitspracherecht zu begegnen. Vorbild des neuen § 81b sind die Regelungen zur Gläubigerorganisation im neuen Schuldverschreibungsgesetz von 2009.**

Die Einwilligung muss sich auf bestimmte Vermögensgegenstände beziehen, welche die Anleger mit ihrer Einwilligung zur Disposition der Kapitalanlagegesellschaft auch für einen Notverkauf „unter Wert“ stellen. Eine Einwilligung in die genauen Bedingungen eines geplanten Verkaufs wäre nicht praktikabel, weil sie das Verkaufsgeschäfts verzögern und gegebenenfalls gefährden könnte; diese Gefahr würde durch die mit einer Diskussion der Bedingungen eines Geschäfts mit einem potentiellen Käufer auf einer Anlegerversammlung einhergehende verstärkte Publizität erhöht.

Erforderlich ist eine Einwilligung, d.h. eine Zustimmung vor der Veräußerung (§ 183 BGB). Ein Widerruf der Einwilligung kommt nicht in Betracht, weil diese Unsicherheit die Abverkaufsbemühungen der Kapitalanlagegesellschaft erschweren und damit dem Zweck des § 81b entgegenlaufen würde; ferner wäre eine erneute Anlegerversammlung in den meisten Fällen auch nicht praktikabel. Macht die Kapitalanlagegesellschaft von der Einwilligung Gebrauch, haftet sie den Anlegern, auch den überstimmten oder denjenigen, die an der Abstimmung nicht teilgenommen haben, nicht für Vermögenseinbußen des Sondervermögens wegen des etwa ungünstigen Verkaufs. Auf den Ersatz des Schadens durch die Veräußerung eines Vermögensgegenstands zu Bedingungen, die nicht angemessen in diesem Sinne sind, haben auch die Anleger, die nicht zugunsten einer Einwilligung gestimmt haben, gegen die Kapitalanlagegesellschaft keinen Anspruch. Dennoch ist die Kapitalanlagegesellschaft gehalten, in ihre Abwägung eines Verkaufs die Möglichkeit einzubeziehen, nicht zu verkaufen, weil die erteilte Einwilligung (anders als die Ablehnung der ersuchten Einwilligung) die Kapitalanlagegesellschaft nicht bindet. Eine Haftung der Kapitalanlagegesellschaft wird sich aber nur in extremen Fällen ergeben, in denen sie von der Einwilligung trotz einer überraschenden Markterholung, eines unter Abwägung aller Umstände evident günstigeren Konkurrenzangebots zum Kauf oder eines sonstigen Mittelzuflusses dennoch Gebrauch macht.)

(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 sowie die §§ 6 bis 20 des Schuldverschreibungsgesetzes über Beschlüsse der Gläubiger gelten für Beschlüsse der Anleger, mit denen diese eine Einwilligung erteilen oder versagen, jeweils mit der Maßgabe entsprechend, dass an die Stelle der ausstehenden Schuldverschreibungen die ausgegebenen Investmentanteile treten, an die Stelle des Schuldners die Kapitalanlagegesellschaft und an die Stelle der Gläubigerversammlung die Anlegerversammlung. Eine einberufene Anlegerversammlung bleibt von der Wiederaufnahme der Anteilrücknahme unberührt.

(Das Quorum von 30 Prozent soll Zufallsergebnissen entgegenwirken, in denen sich die überwiegende Mehrzahl der Anleger nicht repräsentiert fühlte. Es darf nicht zu hoch angesetzt werden, weil von vornherein nicht alle Anleger es für lohnend erachten werden, sich an der Beschlussfassung zu beteiligen. Der Verweis auf das Schuldverschreibungsgesetz überträgt die Vorschriften über Beschlüsse der Anleihegläubiger auf die Beschlüsse der Anleger in einem Immobilien-Sondervermögen.)

(3) Die Abstimmung soll ohne Versammlung durchgeführt werden, wenn nicht außergewöhnliche Umstände eine Versammlung zum Zweck der Information der Anleger erforderlich machen.“

Die Abstimmung ohne Versammlung erscheint bei den Immobilien-Sondervermögen in der Regel vorzugswürdig. Gerade Privatanleger dürften sich durch die Kosten für die Teilnahme an einer physischen Versammlung regelmäßig von der Teilnahme abhalten lassen, was das Gewicht in der Versammlung zugunsten institutioneller Anleger verschieben würde. Anders als im Schuldverschreibungsgesetz erscheint die Abstimmung unter Abwesenden wegen des eingeschränkten Beschlussgegenstandes in gleicher Weise geeignet, um eine informierte Abstimmung zu ermöglichen.

11. Dem § 145 wird folgender Absatz 4 angefügt:

„(4) Auf die am [einsetzen: Tag des Inkrafttretens nach Artikel 7 Absatz 1] bestehenden Immobilien-Sondervermögen dürfen die §§ 37, 78, 79, 80, 80c, 80d und 81 in der bis zum [einsetzen: Datum der Verkündung dieses Gesetzes] geltenden Fassung noch bis zum 31. Dezember 2011 und müssen die §§ 81a und 81b erst ab dem 1. Januar 2012 angewendet werden. Soweit Anleger Anteile vor Änderung der Vertragsbedingungen zum Zwecke der Anpassung an das Gesetz in der ab dem [einsetzen: Tag des Inkrafttretens nach Artikel 12 Absatz 1] geltenden Fassung erworben haben, gilt die Frist des § 80c Absatz 3 als erfüllt.“

Es handelt sich um eine Übergangsregelung, die der Tatsache Rechnung trägt, dass die Gesetzesänderung im Verhältnis zum Anleger erst durch eine Änderung der Vertragsbedingungen nachvollzogen werden müssen. Satz 2 ist eine Übergangsregel zur Haltefrist gemäß § 80c Absatz 3 zum Schutz der Bestandsanleger von Immobilien- Sondervermögen. **Danach werden Bestandsanleger so behandelt, als hätten sie die zweijährige Mindesthaltefrist nach § 80c Absatz 3 bereits erfüllt**.