

DBA thesis

**Sanierung und Restrukturierung von Geschlossenen
Immobilienfonds – Bestandsaufnahme, Lösungsansätze und
Erfolgsfaktoren
Meister, T.**

Full bibliographic citation: Meister, T. 2020. Sanierung und Restrukturierung von Geschlossenen Immobilienfonds – Bestandsaufnahme, Lösungsansätze und Erfolgsfaktoren. DBA thesis Middlesex University / KMU Akademie & Management AG

Year: 2020

Publisher: Middlesex University Research Repository

Available online: <https://repository.mdx.ac.uk/item/z73x9>

Middlesex University Research Repository makes the University's research available electronically.

Copyright and moral rights to this work are retained by the author and/or other copyright owners unless otherwise stated. The work is supplied on the understanding that any use for commercial gain is strictly forbidden. A copy may be downloaded for personal, non-commercial, research or study without prior permission and without charge.

Works, including theses and research projects, may not be reproduced in any format or medium, or extensive quotations taken from them, or their content changed in any way, without first obtaining permission in writing from the copyright holder(s). They may not be sold or exploited commercially in any format or medium without the prior written permission of the copyright holder(s).

Full bibliographic details must be given when referring to, or quoting from full items including the author's name, the title of the work, publication details where relevant (place, publisher, date), pagination, and for theses or dissertations the awarding institution, the degree type awarded, and the date of the award.

If you believe that any material held in the repository infringes copyright law, please contact the Repository Team at Middlesex University via the following email address: repository@mdx.ac.uk

The item will be removed from the repository while any claim is being investigated.

See also repository copyright: re-use policy: <https://libguides.mdx.ac.uk/repository>

DISSERTATION

SANIERUNG UND RESTRUKTURIERUNG VON GESCHLOSSENEN IMMOBILIENFONDS – BESTANDSAUFNAHME, LÖSUNGSANSÄTZE UND ERFOLGSFAKTOREN

NAME:	TILL MEISTER
MATRIKELNUMMER:	MUDR/0020
STUDIUM:	DBA
ADVISOR:	PROF. DR. DIETER REBITZER
ANZAHL DER WÖRTER:	70.472
EINGEREICHT AM:	23.06.2021

EIDESSTÄTTLICHE ERKLÄRUNG

Hiermit erkläre ich an Eides statt, dass die vorliegende Dissertation selbstständig und ohne jede unerlaubte Hilfe angefertigt wurde, dass sie noch keiner anderen Stelle zur Prüfung vorgelegen hat und dass sie weder ganz noch im Auszug veröffentlicht worden ist. Die Stellen der Arbeit – einschließlich Tabellen, Abbildungen etc., – die anderen Werke und Quellen (auch Internetquellen) dem Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen sind, **habe ich in jedem einzelnen Fall als Entlehnung mit exakter Quellenangabe kenntlich gemacht**. Hiermit erkläre ich, dass die übermittelte Datei identisch mit der hinsichtlich Plagiaten geprüften Datei und des daraus resultierenden und übermittelten Plagiatsberichtes ist und die Angabe der Wortanzahl diesem entspricht. **Mir ist bewusst, dass Plagiate gegen grundlegende Regeln des wissenschaftlichen Arbeitens verstoßen und nicht toleriert werden. Es ist mir bekannt, dass der Plagiatsbericht allein keine Garantie für das Fehlen eines Plagiats darstellt und dass bei Vorliegen eines Plagiats Sanktionen verhängt werden können**. Diese können neben einer Bearbeitungsgebühr je nach Schwere zur Exmatrikulation und zu durch die Middlesex University verhängten Geldbußen führen. Die Middlesex University führt das Plagiatsverfahren durch und entscheidet über eventuelle Sanktionen. **Dabei ist es unerheblich, ob ein Plagiat absichtlich oder unabsichtlich, wie beispielsweise durch mangelhaftes Zitieren, entstanden ist; es fällt in jedem Fall unter den Tatbestand der Täuschung**.



Stuttgart, am 23.06.2021

.....

SPERRVERMERK

Die Einschränkung der Bereitstellung bzw. die Verwendung meiner Dissertation mit dem Titel „Sanierung und Restrukturierung von geschlossenen Immobilienfonds – Bestandsaufnahme, Lösungsansätze und Erfolgsfaktoren“ durch Dritte ist aus rechtlichen oder wirtschaftlichen Interessen notwendig oder zweckmäßig.

Begründung:

1. Die von mir befragten Interviewpartner möchten überwiegend anonym bleiben. Die Klarnamen der Interviewten wurden unkenntlich gemacht. Um dem Wunsch der Interviewten sowie den hohen Datenschutzerfordernissen des Bundesdatenschutzgesetzes und der Datenschutzgrundverordnung gerecht zu werden, möchte ich jede Möglichkeit ausschließen, durch welche – etwa durch Interpretation von Anhang 2 und 3 i. V. m. den beigefügten, anonymisierten Transkripten – Rückschlüsse auf die Interviewpartner möglich sind.
2. Ich möchte die Erkenntnisse aus dieser Dissertation einer Firma zugänglich machen, die diese Arbeit finanziell unterstützt hat.
3. Ich beabsichtige meine Dissertation zu veröffentlichen.



Stuttgart, am 23.06.2021

ALLGEMEINER HINWEIS

Der Autor dieser Arbeit ist sich im Klaren darüber, dass alle Menschen, die sich für die hier vorliegende Untersuchung interessieren, dies unabhängig von ihrem Geschlecht, ihrer sexuellen Orientierung oder ihrer Zugehörigkeit bestimmter gesellschaftlicher Gruppen tun. Um die Einbeziehung potenziell aller Menschen in den Bedeutungszusammenhang eines Textes deutlich zu machen, verwenden manche Autoren Formulierungen wie Anleger_innen, PolitikerInnen oder Unternehmer*innen. Aus Gründen der leichteren Lesbarkeit wird im folgenden Text auf eine geschlechtsspezifische Differenzierung verzichtet.

*Meinen Eltern
und
Geschwistern*

Vorwort

Das vorliegende Forschungsvorhaben reichte ich im Mai 2020 an der Middlesex University London mit organisatorischer und wissenschaftlicher Unterstützung der KMU Akademie & Management AG als Dissertation ein. Anlass dieses Forschungsvorhabens waren die Einblicke, die ich in meiner ersten Anstellung als Consultant bei einem Beratungsunternehmen für notleidende, geschlossene Immobilienfonds, der KKL Consulting GmbH, Berlin, gewonnen habe, und die ich vertiefen wollte. Im Rahmen meiner Tätigkeit habe ich eine Vielzahl von sanierungsbedürftigen Immobilienfonds kennengelernt; gleichwohl spiegelten diese von der KKL Consulting GmbH betreuten Immobilienfonds nur einen winzigen Teil der zu dieser Zeit notleidenden Fonds wider. Besonders menschlich und fachlich beeindruckt durch die Persönlichkeiten Dr. Christian Lauritzen und Werner Hoffmann und motiviert durch Hoffnung auf die zumindest teilweise Wiedergewinnung der immensen Summen an vernichteten Anlegergeldern habe ich mich auch nach meinem Weggang von der KKL Consulting GmbH weiter mit der Sanierung geschlossener Immobilienfonds auseinandergesetzt. Dies unter anderem als Dozent einer Vorlesungsreihe an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen – Geislingen (HfWU). Die Arbeit ist größtenteils während meiner Tätigkeit als Prokurist und Senior Projektmanager bei der BEOS AG entstanden.

Die Vernichtung von Anlegergeldern, die Expertise der wenigen am Markt agierender Akteure, die kaum vorhandene wissenschaftliche Literatur zu diesem Thema sowie die Nähe zur Hochschule haben mich 2014 veranlasst, das Doktoratsstudium an der Middlesex University London zu beginnen. Mit der vorliegenden Arbeit möchte ich all denjenigen einen Leitfaden an die Hand geben, die sich mit dem Thema „Sanierung geschlossener Immobilienfonds“ auseinandersetzen wollen.

Danken möchte ich Herrn Prof. Ulf Lassen (Prodekan der Fakultät Betriebswirtschaft, Hochschule Biberach), welcher mich seinerzeit bei der KKL Consulting GmbH empfohlen und mir so den Weg in die Welt der geschlossenen Immobilienfonds geebnet hat. Danken möchte ich auch Herrn Dr. Christian Lauritzen (KKL Consulting GmbH) und Werner Hoffmann (KKP Köning & Partner), die mir in meinen ersten Berufsjahren nicht nur Fachliches, sondern auch Menschliches gelehrt und meine Motivation und mein Durchhaltevermögen gestärkt haben. Dies hat maßgeblich zur Entstehung dieser Arbeit beigetragen.

Betreut wurde die Arbeit von meinem Doktorvater Herrn Prof. Dieter Rebitzer (Studiendekan Immobilienmanagement, Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen – Geislingen). Herr Rebitzer stand mir stets als Sparringspartner zur Verfügung. In sich wiederholenden Gesprächen ist er nicht müde geworden, die Entstehung meiner Arbeit kritisch zu begleiten und mich zu motivieren, wofür ich ihm sehr herzlich danke.

Zu großem Dank verpflichtet bin ich auch den zahlreichen Interviewpartnern, die sich bereit erklärt haben, mit mir über die erfolgreiche Sanierung geschlossener Immobilienfonds zu diskutieren. Die Ergebnisse der Interviews haben einen entscheidenden Teil zu dieser Arbeit beigetragen. Durch Gesprächspartner ist es gelungen, an zwei der führenden Köpfe in der deutschen Fondslandschaft heranzutreten. Mein Dank gilt deshalb nicht nur allen Interviewpartnern, sondern auch all denen, ohne deren Hilfe die geführten Interviews nicht möglich geworden wären.

Doch wäre die wissenschaftliche Auswertung der Interviews nicht möglich gewesen ohne die fachkundige Unterstützung von Tonia Blume und dem Team von Transkripto, die in mühseliger Kleinarbeit die Audioaufnahmen der Gespräche verschriftlicht haben. Ihnen möchte ich für ihre sorgfältige Arbeit ebenso herzlich danken, wie den Lektoren Anne-Sophie Kahnt und Camie Künne. Sie haben mit an der Form dieser Arbeit gefeilt, und so maßgeblich zu ihrer endgültigen Gestalt beigetragen.

„Bildung ist unser höchstes Gut.“ Mit diesem ebenso bekannten wie wahren Sprichwort möchte ich abschließend meinen Eltern danken, die meinen Geschwistern und mir stets jede erdenkliche Unterstützung haben zukommen lassen und so maßgeblich zu meiner Bildung beigetragen haben. Ohne diese Unterstützung wäre ich nicht in der Lage gewesen, ein solches Projekt zu verfolgen und abzuschließen.

Stuttgart, im Juni 2021

Till Meister

Inhaltsübersicht

VORWORT	II
INHALTSÜBERSICHT	IV
INHALTSVERZEICHNIS	V
1. EINLEITUNG	1
2. INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN IN DEUTSCHLAND.....	19
3. DER GESCHLOSSENE (IMMOBILIEN-)FONDS VOR UMSETZUNG DER AIFM-RICHTLINIE	52
4. EXKURS: GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS IM WANDEL – UMSETZUNG DER AIFM- RICHTLINIE IN DEUTSCHES RECHT	104
5. DER GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS IN DER KRISE.....	116
6. SANIERUNGSKONZEPTE GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS IM VERGLEICH	166
7. KOMMUNIKATION ALS ZENTRALER BESTANDTEIL DES KRISENMANAGEMENTS.....	226
8. EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG ZUR ERMITTLUNG VON ERFOLGSFAKTOREN FÜR DIE SANIERUNG GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS	239
9. SCHLUSSBETRACHTUNG	309
10. LITERATURVERZEICHNIS	321
11. ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	351
12. ABKÜRZUNGS- UND SYMBOLVERZEICHNIS	353
13. LEBENS LAUF.....	358
14. AUFZÄHLUNG DER PUBLIKATIONEN	364
ANHANG.....	366

Inhaltsverzeichnis

VORWORT	II
INHALTSÜBERSICHT	IV
INHALTSVERZEICHNIS	V
1. EINLEITUNG	1
1.1. Problemstellung	5
1.2. Zum Stand der Forschung	11
1.3. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung der Arbeit	13
1.4. Ableitung von Forschungsfragen.....	15
1.5. Aufbau und Struktur der Arbeit	16
2. INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN IN DEUTSCHLAND.....	19
2.1. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft.....	19
2.2. Weitere volkswirtschaftliche Bedeutung indirekter Immobilienanlagen	22
2.2.1. Kapitalsammelfunktion und Informationstransformation	23
2.2.2. Effizienzsteigerung und Reduktion von Risiken durch Anlagevolumen.....	24
2.2.3. Finanzierungsfunktion	26
2.3. Formen von Immobilieninvestments in Deutschland – Abgrenzung direkter und indirekter Immobilienanlagen.....	28
2.3.1. Der offene Immobilienfonds.....	31
2.3.2. Die Immobilienaktiengesellschaft.....	34
2.3.3. Der Real Estate Investment Trust	36
2.4. Die Entwicklung von Anlagevolumen indirekter Immobilienanlagen.....	38
2.5. Die Entwicklung von Anlagevolumen geschlossener Immobilienfonds.....	42

2.5.1.	Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds	44
2.5.2.	Der Markt für geschlossene Immobilienfonds heute	47
2.5.3.	Eine gewagte Prognose zum heutigen Marktvolumen geschlossener Immobilienfonds	50
3.	DER GESCHLOSSENE (IMMOBILIEN-)FONDS VOR UMSETZUNG DER AIFM-RICHTLINIE	52
3.1.	Definition geschlossener (Immobilien-)Fonds	52
3.2.	Die Wahl der Rechtsform von geschlossenen (Immobilien-)Fondsgesellschaften..	54
3.2.1.	Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts	56
3.2.2.	Die Kommanditgesellschaft	59
3.2.3.	Die GmbH & Co. KG als Sonderform der Kommanditgesellschaft	60
3.2.4.	Die Publikumspersonengesellschaften	62
3.3.	Die Beteiligten eines geschlossenen Immobilienfonds und dessen Aufbau.....	63
3.3.1.	Der Initiator des geschlossenen Immobilienfonds	65
3.3.2.	Die Fondsgesellschaft	66
3.3.3.	Der Vertrieb	66
3.3.4.	Der direkte und indirekte Anleger sowie die Beteiligung über einen Treuhänder	68
3.3.5.	Die Gesellschafterversammlung	71
3.3.6.	Die Fondsgeschäftsführung und der geschäftsführende Kommanditist	72
3.3.7.	Der Geschäftsbesorger und die Verwaltung des laufenden Betriebes auf Gesellschafts- und Objektebene	73
3.3.8.	Der Beirat.....	75
3.3.9.	Die finanzierende Bank und Dienstleister	76
3.4.	Die Ausgestaltung von geschlossenen Fonds.....	77
3.5.	Vorteile und Chancen geschlossener Immobilienfonds.....	79
3.5.1.	Zugang zu Großprojekten durch Losgrößentransformation	79

3.5.2.	Synergieeffekte dank professioneller Verarbeitung von Informationen und Fachwissens	80
3.5.3.	Skalierung und Diversifikation des Risikos.....	82
3.5.4.	Fungibilität, Transaktionsdauer und initiale Weichkosten	85
3.5.5.	Laufende Kosten	87
3.6.	Risiken und Nachteile geschlossener Immobilienfonds.....	89
3.6.1.	Objekt-, Miet- und Wertentwicklungsrisiken	89
3.6.2.	Finanzierungsrisiken	90
3.6.3.	Konzeptionelle und (gesellschafts-)rechtliche Risiken.....	92
3.6.4.	Prospektrisiken	94
3.6.5.	Das Risiko einer nicht eingetretenen Prognoserechnung.....	95
3.6.6.	Haftung der Gesellschafter und (Total-)Verlustrisiko des Eigenkapitals	96
3.6.7.	Mangelnde Fungibilität und unzureichende Möglichkeiten der Bewertung	96
3.6.8.	Interessenkonflikte auf Seiten der Initiatoren.....	98
3.6.9.	Mangelnde persönliche Eignung von Schlüsselpersonen	99
3.6.10.	Verlust von steuerlichen Vorteilen, Veränderungen im Steuerrecht und Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen.....	101
4.	EXKURS: GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS IM WANDEL – UMSETZUNG DER AIFM- RICHTLINIE IN DEUTSCHES RECHT	104
4.1.	Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen des KAGB	105
4.2.	Kategorisierung der Anlegergruppen.....	106
4.3.	Anforderungen auf Verwalterebene	108
4.4.	Produktanforderungen.....	110
4.4.1.	Zugelassene Rechtsformen nach § 139 i. V. m. § 140 und § 149 KAGB.....	110
4.4.2.	Begrenzung zulässiger Vermögensgegenstände nach § 261 KAGB	111
4.4.3.	Grundsatz der Risikomischung nach § 262 KAGB	112

4.4.4.	Zulässiger Leverage-Effekt – Begrenzung der Fremdmittelaufnahme nach § 263 KAGB	113
4.4.5.	Vermeidung von Währungsrisiken nach § 261 Abs. 4 KAGB	114
4.4.6.	Prospektpflicht und Genehmigung der Anlagebedingungen und des Gesellschaftsvertrages durch die BaFin nach § 266 ff.....	114
5.	DER GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS IN DER KRISE.....	116
5.1.	Zur Begriffsbildung	117
5.1.1.	Der betriebswirtschaftliche Krisenbegriff	117
5.1.2.	Der rechtliche Krisenbegriff	120
5.1.3.	Der Krisenbegriff bezüglich Immobilienfondsgesellschaften	122
5.2.	Krisenfaktoren als Ausgangssituation der Sanierungsbedürftigkeit	123
5.2.1.	Informationsdefizite des Anlegers	124
5.2.2.	Systemexterne Krisenfaktoren	125
5.2.3.	Systeminterne Krisenfaktoren	127
5.3.	(Drohende) Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung als Hinweise auf Sanierungsbedürftigkeit	131
5.3.1.	Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO	132
5.3.2.	Drohende und eingetretene Zahlungsunfähigkeit nach § 18 InsO	134
5.3.3.	Überschuldung nach § 19 InsO	136
5.3.4.	Feststellung der Überschuldung	137
5.4.	Feststellung der Sanierungsfähigkeit bzw. Notwendigkeit eines positiven Fortführungswertes.....	138
5.5.	Feststellung der Sanierungswürdigkeit	139
5.5.1.	Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Banken	140
5.5.2.	Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Gesellschafter	141
5.5.3.	Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Initiatoren	142

5.6.	Die an der Sanierung Beteiligten und ihre jeweiligen Interessen.....	142
5.6.1.	Banken und weitere Gläubiger	144
5.6.2.	Gesellschafter	146
5.6.3.	Initiator, Geschäftsführung, geschäftsführender Gesellschafter und Beirat	148
5.6.4.	Mieter	151
5.7.	Alternativen zur Sanierung aus Sicht der Anleger	153
5.7.1.	Notverkauf der Immobilie und Liquidation der Gesellschaft.....	153
5.7.2.	Veräußerung von einzelnen Gesellschaftsanteilen	154
5.7.3.	Kündigung der Beteiligung.....	156
5.7.4.	Anfechtung der Beitrittserklärung aufgrund von Täuschungshandlung.....	157
5.7.5.	Widerruf der Beitrittserklärung aufgrund fehlender oder mangelhafter Belehrung, vor dem Hintergrund eines verbundenen Geschäftes oder eines Fernabsatz- oder Haustürgeschäftes	160
5.7.6.	Schadensersatzklage, Rückabwicklung und Prospekthaftung	164
5.7.7.	Sanierungsplattformen	165
6.	SANIERUNGSKONZEPTE GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS IM VERGLEICH	166
6.1.	Sanierung von Altgesellschaften vor Einführung des KAGB.....	167
6.2.	Ziel des Sanierungskonzeptes	171
6.3.	Anforderung an das Sanierungskonzept	173
6.4.	Außergerichtliche freie Sanierung oder (Plan-)Insolvenz?	177
6.4.1.	Gerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers – die (Plan-)Insolvenz	178
6.4.2.	Außergerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers	182
6.5.	Sanierungsbeitrag der Gesellschafter	186
6.5.1.	Auffüllen ausstehender Gesellschafterbeiträge und der Haft- und Pflichteinlagen.....	187
6.5.2.	(Eigen-)Kapitalerhöhung	188

6.5.3.	Haftungsrisiken des (Kommandit-)Gesellschafters durch persönliche Inanspruchnahme nach § 172 Abs. 4 HGB	191
6.5.4.	Kapitalschnitt mit anschließender Kapitalerhöhung	193
6.5.5.	Sanieren oder Ausscheiden	196
6.5.6.	Freiwillige Sanierungsbeiträge in Form von Gesellschafter- oder Nachrangdarlehen	201
6.6.	Sanierungsbeiträge von Banken und Gläubigern.....	204
6.6.1.	Forderungsstundung (Moratorium).....	205
6.6.2.	Stillhalten.....	206
6.6.3.	Forderungsverzicht (ggf. mit Besserungsschein)	208
6.6.4.	Qualifizierter Rangrücktritt.....	211
6.6.5.	Debt-Equity-Swap	213
6.6.6.	Restrukturierung des Fremdkapitals	215
6.6.7.	Aufnahme von Drittmitteln	217
6.7.	Weitere (nicht-finanzielle) Sanierungsansätze	217
6.7.1.	Weitere Sanierungsbeiträge eines Gesellschafters	218
6.7.2.	Weitere Sanierungsbeiträge von Banken	220
6.7.3.	Teilliquidation durch Veräußerung von Anlage- und Umlaufvermögen.....	221
6.7.4.	Sanierungsbeitrag durch Verbesserung der Immobilien und der an der Immobilie beschäftigten Dienstleister und Organe	223
7.	KOMMUNIKATION ALS ZENTRALER BESTANDTEIL DES KRISENMANAGEMENTS.....	226
7.1.	Proaktive Kommunikation: Die Wahrheit ist die schärfste Waffe	226
7.2.	Wodurch sich erfolgreiche Krisenkommunikation auszeichnet	228
7.3.	Identifikation der Adressaten – die Kommunikation mit den Stakeholdern	233
7.4.	Wesentliche Ziele, Inhalte und Aufgaben der Krisenkommunikation	237

8.	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG ZUR ERMITTLUNG VON ERFOLGSFAKTOREN FÜR DIE SANIERUNG GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS	239
8.1.	Zielsetzung der qualitativen Erhebung	239
8.2.	Methodisches Vorgehen	240
8.2.1.	Datengrundlage, Beschrieb und Bestimmung der Stichprobe	242
8.2.2.	Empirischer Feldzugang	246
8.2.3.	Gütekriterien qualitativer empirischer Forschung	248
8.2.4.	Reflexion zu möglichen Bias	251
8.2.5.	Theoretische Sättigung	254
8.2.6.	Konstruktion und Inhalte der Datenerhebung	256
8.2.7.	Datenaufbereitung und -auswertung	259
8.3.	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	262
8.3.1.	Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen	263
8.3.2.	Praktischer Sanierungsansatz und -prozess.....	270
8.3.3.	Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive.....	278
8.3.4.	Sonstiges, Ergänzungen und Feedback.....	287
8.4.	Beantwortung von Forschungsfragen	292
8.4.1.	Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Immobilienfonds	292
8.4.2.	Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen	297
8.4.3.	Praktischer Sanierungsansatz und -prozess.....	300
8.4.4.	Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive.....	305
9.	SCHLUSSBETRACHTUNG	309
9.1.	Wesentliche Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen	317
9.2.	Wissenschaftlicher Beitrag und Schließung der Forschungslücke	318

9.3. Ausblick	319
10. LITERATURVERZEICHNIS.....	321
11. ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	351
12. ABKÜRZUNGS- UND SYMBOLVERZEICHNIS	353
13. LEBENSLAUF.....	358
14. AUFZÄHLUNG DER PUBLIKATIONEN	364
ANHANG.....	366

1. Einleitung

[Ergänzender Hinweis (ist vor Ausfertigung der Druckfassung zu entfernen): Zuallererst möchte ich mich bei meinem Prüfer und den Prüferinnen für das kritische Feedback im Anschluss an meine Defensio bedanken. Die im Rahmen des revision letters übermittelten Kritikpunkte habe ich mir zu Herzen genommen und nach bestem Wissen und Gewissen umgesetzt. Der erneute Blick auf das Forschungsvorhaben mit etwas Abstand hat dazu geführt, dass nicht nur die Auflagen umgesetzt werden konnten, sondern der ein oder andere kosmetische Fehler ausgemerzt werden konnte. Durch die Abarbeitung der Auflagen hat dieses Forschungsvorhaben nochmals an Qualität gewonnen.

Des Weiteren möchte ich mich bei der KMU Akademie & Management AG bedanken. Im Mai 2021 wäre eigentlich meine 14tes Semester abgelaufen. Aufgrund von Wohnungssuche, Jobwechsel und Umzug mit Kind und Kegel in eine neue Stadt, war es mir nicht möglich, die Auflagen aus dem revision letter bis zum Ende meiner offiziellen Studienzeit umzusetzen. Die Auflagen wurden im Zeitraum Oktober 2020 bis Juni 2021 abgearbeitet und in das Forschungsvorhaben integriert.

Zu guter Letzt möchte ich mich nochmals ausdrücklich bei Herrn Prof. Dr. Rebitzer bedanken. Er ist nicht müde geworden, mich bis zum Schluss dieses Forschungsvorhabens zu begleiten. Er hat mir durch das regelmäßige Sparring und das kontinuierliche Nachfragen stets wertvollen Input zu diesem Vorhaben gegeben. Die Diskussionen, Gespräche und seine aufbauenden Worte haben mir sehr geholfen, die Arbeit voran und schlussendlich zu Ende zu bringen.

Die Auflagen zur Überarbeitung beziehen sich auf inhaltliche und formale Themen sowie auf Auflagen zur angewendeten Methodik. Die Auflagen wurden dabei wie folgt abgearbeitet:

Um den Literaturanteil zielgerichteter und stringenter auf die Forschungsfragen auszurichten und gleichzeitig zu kürzen (Auflage Nr. 1), wurden insbesondere die bisherigen theoretischen Kapitel 2, 3 und 4 reorganisiert und zu einem neuen Kapitel 2 zusammengefasst. Die bisherigen Kapitel 2 bis 5 wurden an geeigneten Stellen eingekürzt, dem Forschungsvorhaben nicht unbedingt dienliche Ausführungen wurden gestrichen/gekürzt. Der Umfang der Ausführungen konnte dadurch deutlich reduziert werden.

Gleichwohl spielt das bisherige Kapitel 2 eine nicht untergeordnete Rolle zur Beantwortung der

ersten Forschungsfrage. Denn gerade mit diesem Kapitel wurde hergeleitet, welche finanz- und volkswirtschaftliche Bedeutung die Sanierung geschlossener Immobilienfonds hat.

Durch das Reorganisieren der bisherigen Kapitel 2, 3 und 4 in das heutige Kapitel 2 und dem Einkürzen des Wortumfanges der bisherigen Kapitel 2 bis 5 tritt der theoretische Anteil der Arbeit in der Gewichtung zurück. Die heutigen Kapitel 6 bis 9, in denen es um den eigentlichen Kern der Arbeit geht, kommen dadurch stärker zur Geltung. Durch die Umsetzung der Auflagen zum methodischen Vorgehen (Auflagen Nr. 3 bis 6) hat der Umfang der Arbeit, insbesondere der empirische Teil der Arbeit, zugenommen. Auch hierdurch ist der eigene Anteil der Arbeit wesentlich deutlicher zum Vorschein getreten.

In dem heutigen Kapitel 8.3 werden die Antworten zu den im Rahmen der Interviews gestellten Fragen differenziert ausgewertet (Auflage Nr. 2). Die Auswertung erfolgte vor der textlichen Zusammenfassung und Auswertung in tabellarischer Form. Im Rahmen der tabellarischen Auswertung wurden Ankerbeispiele mit entsprechenden Unterantworten gebildet. Die Aussagen der Experten konnten so zueinander gewichtet werden. Nach der tabellarischen Auswertung wurden die Ergebnisse jeder einzelnen Interviewfrage ausgewertet, zusammengefasst und verschriftlicht. Um der Auflage Nr. 6 gerecht zu werden, wurden die tabellarischen Zusammenfassungen in den Anhang des Forschungsvorhabens verschoben. Quantitative Merkmale in der verschriftlichen Zusammenfassung wurden weitestgehend eliminiert.

Im empirischen Teil der Arbeit wurde ein neues Kapitel 8.4 (Beantwortung von Forschungsfragen) eingefügt. Analog zu Kapitel 1.4 wurden die Forschungsfragen zu Themengebieten geclustert und entsprechende Unterkapitel gebildet. Im Rahmen der jeweiligen Unterkapitel findet nun eine ausführliche Beantwortung der ursprünglich im Exposé definierten Forschungsfragen statt (Auflage Nr. 2). Die Beantwortung der Forschungsfragen bezieht dabei sowohl die theoretisch erarbeiteten als auch empirisch gewonnenen Erkenntnisse mit ein, sodass neben der Empirie auch eine Rückanbindung an die Theorie stattfindet (Auflage Nr. 2).

Durch das Einfügen der heutigen Kapitel 8.2.2 bis 8.2.4 wurde den Auflagen zum methodischen Vorgehen (Auflagen Nr. 3 bis 5) Rechnung getragen. Die Themengebiete „theoretische Sättigung“, „Verzerrungen“ sowie „Gütekriterien qualitativer Forschung“ waren in der bisherigen Arbeit enthalten, aber nur rudimentär dargestellt worden. Durch das Bilden eigener Unterkapitel kommen diese Teile nun deutlicher zur Geltung und können durch den versierten Leser

schneller gefunden werden. Die bisher rudimentären Textbausteine wurden durch ausführliche Prosa unter Bezugnahme auf die einschlägige Literatur ergänzt.

Auflage Nr. 6 wurde – wie oben bereits beschrieben – im Rahmen der Überarbeitung von Kapitel 8.3 abgehandelt. Sofern es der Autor dieses Forschungsvorhabens für notwendig erachtete, wurden einige wenige quantitative Bemerkungen bei der Auswertung der Interviewergebnisse belassen.

Der formalen Auflage wurde insoweit Rechnung getragen, als das dieses Forschungsvorhaben neben einem erneuten Lektorat auch einem reinen Korrektorat unterzogen wurde. – Ende des in der Druckversion zu löschenden Teils.]

Geschlossene Immobilienfonds gehörten bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht im Jahr 2013 zum sogenannten Grauen Kapitalmarkt; es existierten keine speziellen Rechtsvorschriften zum Schutz der Privatanleger.¹ Gleichwohl spielten geschlossene neben offenen Immobilienfonds seit den 1990er Jahren in Deutschland eine bedeutende Rolle im Bereich der indirekten Immobilienanlagen. Zu Hochzeiten investierten Privatanleger jährlich bis zu 6 Mrd. EUR Eigenkapital in geschlossene Immobilienprodukte. Insbesondere in den 1990er Jahren unterstützte der Gesetzgeber dies mittels steuerinduzierter Anreize maßgeblich.² Nach dem Auslaufen der für sicher gehaltenen staatlichen Subventionen,³ einhergehend mit geopolitischen Fehleinschätzungen, auslaufenden Finanzierungen und Mietverträgen sowie ausgebliebenen Vorsorgemaßnahmen seitens des Fondsmanagements zahlreicher geschlossener Immobilienfonds, mussten die Anleger feststellen, dass ihr vormals ausgereichtes Eigenkapital durch das Anlagevermögen nicht mehr gedeckt war und sie ggf. sogar Nachschüsse zu leisten hatten. Entsprechende Negativschlagzeilen trugen ihren Teil dazu bei, den Ruf dieses Anlageproduktes nachhaltig zu beschädigen.⁴

Auch Gläubiger, im Wesentlichen Banken, müssen bis heute um ausgereichte Finanzierungen bangen. Zwar ist im Liquidations- bzw. Insolvenzfall zunächst der Gläubiger einer Gesellschaft zu bedienen, jedoch reichen die in der Gesellschaft investierten Immobilienwerte teilweise nicht aus, um die Verbindlichkeiten der Gläubiger und das seinerzeit eingesetzte Eigenkapital (nebst erwarteter Verzinsung) der Gesellschafter zu bedienen. Anleger und Gläubiger haben in einer solchen Situation zu entscheiden, wie mit der Gesellschaft und den in dieser vorhandenen Vermögenswerten weiter umgegangen werden soll. Frei nach dem Motto: „*Lieber ein*

¹ Das seinerzeit gültige Investmentgesetz war lediglich auf offene Immobilienfonds anzuwenden, nicht aber auf geschlossene. Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 57. Mit Umsetzung des Verkaufsprospektgesetzes mit Wirkung zum 01.01.1991 hatte der Gesetzgeber den Markt für geschlossene Fonds dazu verpflichtet, grundsätzlich einen Verkaufsprospekt zu veröffentlichen, der zuvor bei der BaFin einer formalen Vollständigkeitsprüfung unterzogen worden sein musste.

² Zu den Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds und den steuerlichen Anreizen siehe ausführlich Kapitel 2.5. Vgl. hierzu auch Sebastian et al. (2012), S. 2; vgl. Just und Sebastian (2013), S. 14; vgl. Loipfinger (2006), S. 7.

³ Staatliche Subventionen wurden unter anderem durch Steuervorteile und Mietsubventionen gewährt. Siehe hierzu ausführlich Kapitel 3.6.10.

⁴ Anlass hierzu boten ökonomische Schief lagen von Emissionshäusern mit finanziellen Einbußen für Fondszeichner, negative Marktentwicklungen und Kapitalanlagebetrugsfälle (Insolvenz der DCM Capital Management AG, Anlageskandal des Bankhauses Wölbern, der Verdacht auf Manipulation einzelner Autoren der Fachzeitschrift Finanzwelt, der Kapitalanlagebetrugsvorwurf gegen die S&K-Gruppe etc.). Dazu auch Busse (2017), S. 902.

Ende mit Schrecken, als ein Schrecken ohne Ende“ muss entschieden werden, ob konsequent liquidiert werden soll oder ob durch ein geeignetes Sanierungskonzept eine Chance auf Erfolg besteht, wenn „schlechtem Geld gutes hinterhergeworfen wird“.

Eine erfolgreiche Sanierung setzt voraus, dass sowohl Gläubiger als auch Gesellschafter gemeinsam agieren und den Erfolg der Fondsgesellschaft herbeiführen wollen bzw. durch intensive Analyse davon überzeugt sind, mit den eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen zum Erfolg der Gesellschaft und zur Verringerung der persönlichen Inanspruchnahme beitragen zu können. *„In der Praxis pflegt eine Sanierung aus einem Paket aufeinander abgestimmter Maßnahmen zu bestehen, die teils mit den Kräften des Unternehmens [in diesem Fall mit Hilfe der Immobilie als Unternehmensgegenstand] und der an ihm beteiligten Gesellschafter, teils mit Hilfe vorhandener und neuer Gläubiger geleistet werden.“⁵*

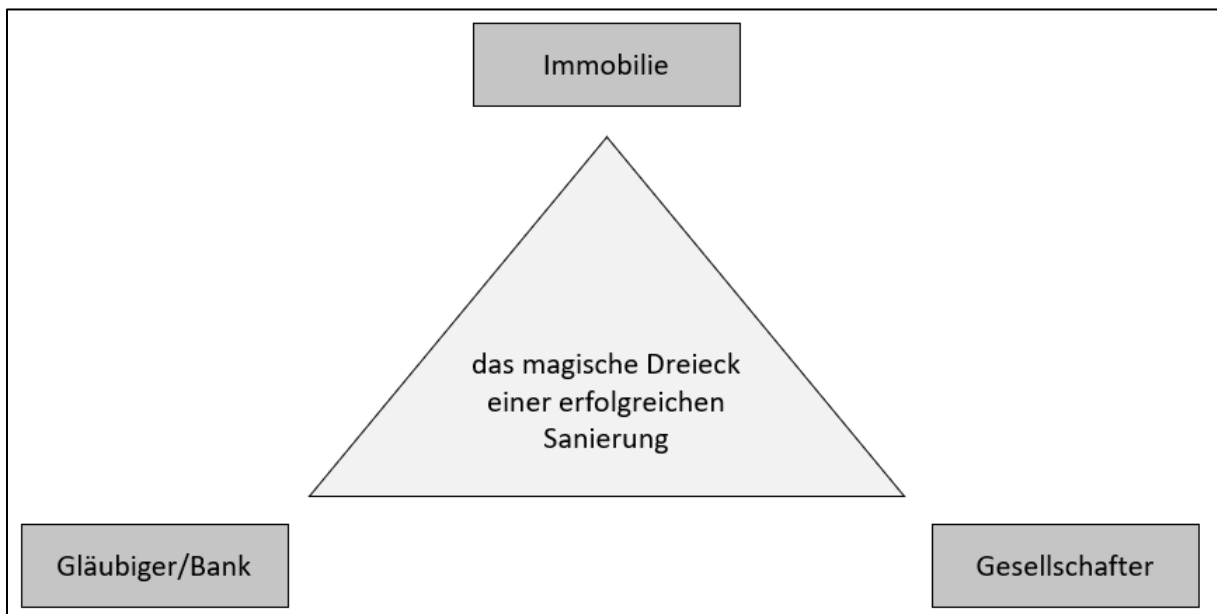


Abbildung 1: Das magische Dreieck einer erfolgreichen Sanierung⁶

1.1. Problemstellung

Das Forschungsvorhaben beschränkt sich auf den deutschen Kapitalmarkt, da die untersuchte Problematik fast ausschließlich dort zu beobachten ist. Die zu sanierenden Objektgesellschaften haben überwiegend in deutsche Immobilien investiert, wobei das Phänomen infolge

⁵ Schmidt et al. (2003), S. 162.

⁶ Quelle: eigene Darstellung.

fehlallozierter Finanzströme im Rahmen von Subventionen in den neuen Bundesländern verstärkt dort anzutreffen ist. Eine ähnliche Problematik kann im internationalen Vergleich kaum beobachtet werden. Produkte, die im Ausland investiert sind, weisen entsprechende Probleme nur in geringem Umfang auf.⁷

Eine der Ursachen dafür, dass zahlreiche geschlossene Immobilienfonds in die Krise gerieten, liegt in den durch die Regierung Kohl eingeführten Anreizen zum Aufbau Ost, die Mitte der 1990er Jahre zu einem sprunghaften Investitionszuwachs privater Anleger führten.⁸ Der Markt für geschlossene Immobilienfonds verzeichnete im Zeitraum von 1990 bis 1995 ein konstantes Wachstum von durchschnittlich 10 % pro Jahr.⁹ Die Steigerungsrate der Investitionen in geschlossene Immobilienfonds betrug allein 1996 rd. 50 % und hielt in den darauffolgenden Jahren weiter an. Der durch die politisch motivierten Anreize künstlich geschaffene Nachfrageboom fand 1998 mit einem emittierten Fondsvolumen von rd. 14 Mrd. EUR seinen Höhepunkt.¹⁰ Das Produkt spielte damit in der deutschen Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle.¹¹ Besagte Anreize sowie wirtschafts- und geopolitische Fehlentscheidungen führten dazu, dass auch Investments in strukturschwachen Regionen Deutschlands als lukrativ wahrgenommen wurden.¹² Durch vom Staat gewährte Zuschüsse rechneten sich diverse Objekte für die Anleger zunächst (zumindest auf dem Papier). Heute aber ist zu konstatieren, dass nach Wegfall der sicher geglaubten Subventionen, einhergehend mit ansteigenden bzw. hohen Leerständen, der politisch gewollte Strukturwandel (in den neuen Bundesländern) nicht so eingetreten ist, wie geplant. Durch einen zunehmenden Instandhaltungstau, eine schlechte

⁷ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

⁸ Vgl. Bundeszentrale für politische Bildung (2016). Unter dem Begriff „Aufbau Ost“ werden alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen und Anstrengungen, die das Ziel hatten, die wirtschaftlichen Lebensverhältnisse in den ostdeutschen Bundesländern an die in den westdeutschen anzupassen, zusammengefasst. Der wirtschaftliche Aufbau in Ostdeutschland erfolgte durch eine Vielzahl von Maßnahmen sowohl auf gesamtwirtschaftlicher als auch auf einzelwirtschaftlicher Ebene, darunter auch durch wirtschaftliche Anreize (hohe Verlustzuweisungen, Förderabschreibungen, Mietsubventionen), private Investorengelder über geschlossene Immobilienfonds nach Ostdeutschland zu lenken. Siehe hierzu auch Kapitel 3.6.10. Vgl. Pelikan (2007), S. 17 f.; vgl. Loipfinger (2006), S. 7.

⁹ Vgl. Pelikan (2007), S. 17.

¹⁰ Vgl. Pelikan (2007), S. 17 f.; vgl. auch Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 25.

¹¹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 2; vgl. Just und Sebastian (2013), S. 10 ff.

¹² Vgl. Beck (2005); vgl. auch Neusel et al. (2005), S. 14 f.

Liquiditätslage und schwer zu realisierende Prolongationen der begebenen Fremdfinanzierungen sind eine Vielzahl von geschlossenen Immobilienfonds in die wirtschaftliche Schieflage geraten.¹³

Erst das Auslaufen des Fördergebietsgesetzes (FördG) und die 2005 erfolgte Neufassung des § 15b Einkommensteuergesetz (EStG) haben dazu geführt, dass Initiatoren geschlossener Fonds ihre Investitionsstrategien überdacht haben.¹⁴ Der Absatz von geschlossenen Immobilienfonds ging erheblich zurück.¹⁵ Steuerliche Verlustzuweisungen spielen heute bei der Konzeption geschlossener Immobilienfonds keine Rolle mehr. Im Vordergrund stehen ausschüttungsorientierte Fonds.

Gleichwohl besteht auch Sanierungsbedürftigkeit bei Produkten, die nach Auslaufen der steuerinduzierten Anreize und dem Wegfall der Mietsubventionen aufgelegt wurden. Bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht unterlagen geschlossene Immobilienfonds kaum Regularien (Stichwort Grauer Kapitalmarkt). Die Initiatoren, der Vertrieb und die mit dem Betrieb der Objektgesellschaften betrauten Organe rückten aufgrund erheblicher Mittelabflüsse aus Gesellschaften an beteiligte Dritte (überteuerte Anschaffungskosten, verdeckte Kick-Back-Zahlungen, geschönte Prospektangaben verbunden mit nicht belastbaren Langfristprognosen etc.) immer wieder in den Fokus staatsanwaltlicher Ermittlungen.¹⁶ Das Analysehaus Deutsche Fondsresearch GmbH prognostizierte, dass allein in den Jahren 2012 bis 2015 jeder zehnte geschlossene Immobilienfonds zum Sanierungsfall werden könnte.¹⁷ Laut dieser Untersuchung besteht eine der Hauptursachen für die Sanierungsbedürftigkeit darin, dass die Mieterträge nicht ausreichen, um die zum Kauf der Immobilien aufgenommenen Darlehen zu bedienen. Fehlbewertungen von Risiken in Zusammenhang mit dem Erwerb von bebauten

¹³ Vgl. Beck (2005); vgl. Walch (2006), S. 40; vgl. auch Bastian (2012), S. 146; vgl. dpa (2015b).

¹⁴ Zur Entwicklung der sicher geglaubten staatlichen Subventionen vgl. Kapitel 3.6.10.

¹⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt (2013).

¹⁶ Mit seinen Urteilen aus März bis August 2011 hat der Bundesgerichtshof in drei Entscheidungen seine bis dato gültige Auffassung zu den Vertriebsanreizen, den sog. Kick-Back-Zahlungen bestätigt. (BGH, Urteile vom 09.03.2011, 19.07.2011 und 24.08.2011, XI ZR 191/10 und BGH, Urteil vom 06.07.1993 (XI ZR 12/93) sowie das sog. Bond-Urteil). Zu staatsanwaltlichen Ermittlungen in Bezug auf geschlossene Fonds vgl. beispielhaft auch Süddeutsche Zeitung (2010), dpa (2015a), Schulte (2014) und Rottwilm und Müller (2013). Dazu auch Busse (2017), S. 902.

¹⁷ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

und unbebauten Grundstücken sowie bei Errichtung und Betrieb von Immobilienanlagen hinsichtlich Lage, baurechtlicher Situation, Nachbarschaftssituation und Altlasten können als ursächlich für die Schieflage eines geschlossenen Immobilienfonds angesehen werden.¹⁸ Es folgten nicht einkalkulierte Kostensteigerungen (auch bereits beim Bau) sowie Leerstände und Mietausfälle, sodass die im Businessplan prognostizierten Renditen nicht erzielt werden konnten.¹⁹

Die Zeitschrift Finanztest aus dem Hause Stiftung Warentest verglich 2015 in einer Studie rd. 1.140 geschlossene Fonds, die im Zeitraum von 1972 bis 2015 aufgelegt wurden. Dabei wurde ermittelt, dass die Anleger bei 57 % der geschlossenen Immobilienfonds einen vollständigen oder zumindest teilweisen Verlust ihres angelegten Kapitals hinnehmen mussten.²⁰ Angesichts dieser Erkenntnisse stellt sich die Frage, wie mit notleidenden Immobilienfonds künftig umgegangen werden soll, um den Schaden für die beteiligten Akteure, allen voran Gesellschafter und Banken, so gering wie möglich zu halten.

Geschlossene Immobilienfonds wurden in Deutschland üblicherweise in der Rechtsform der GmbH & Co. KG und als Gesellschaften bürgerlichen Rechts (GbR) aufgelegt. In selteneren Fällen wurden sie auch als offene Handelsgesellschaft (OHG) organisiert. Es handelt sich um typisch deutsche Rechtskonstruktionen, deren gesetzlichen Rahmenbedingungen im BGB, HGB und GmbHG festgelegt sind. Die Rechtsform der GbR birgt für den einzelnen Gesellschafter die Gefahr, von Gläubigern der Gesellschaft gesamtschuldnerisch in Anspruch genommen zu werden. Für den Fall der Sanierungsbedürftigkeit hat der GbR-Gesellschafter nur die Wahl zwischen einem freiwilligen Nachschuss, dem Ausscheiden aus der Gesellschaft unter Ausgleich seines (negativen) Auseinandersetzungsguthabens oder der Insolvenz der Gesellschaft mit entsprechender persönlicher und ggf. gesamtschuldnerischer Haftung. Erst im Innenverhältnis hat der in Anspruch genommene Gesellschafter die Möglichkeit, den überschießenden

¹⁸ Vgl. Arndt und Fischer (2009), S. 200 ff. Zu häufigen Krisenursachen vgl. auch Wagner und von Heymann (2003), S. 2260 f.

¹⁹ Vgl. Arnold (2004), S. 245.

²⁰ Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

Anteil der Inanspruchnahme gegenüber seinen Mitgesellschaftern einzufordern, sofern die Mitgesellschafter wirtschaftlich dazu noch in der Lage sind.²¹

Im Gegensatz zur GbR-Gesellschaft ist die Haftung des KG-Gesellschafters den Gläubigern der Kommanditgesellschaft gegenüber auf die von ihm gezeichnete Kommanditeinlage (auch Hafteinlage genannt) beschränkt. Sollte die Hafteinlage eines Gesellschafters aufgrund nicht einbezahlter oder wegen zurückerhaltener Einlagen gemindert sein, so lebt die Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Objektgesellschaft bis zur Höhe seiner Kommanditeinlage wieder auf.²² Es handelt sich dabei um Liquiditätsabflüsse aus der Gesellschaft an die Gesellschafter, die nicht durch erwirtschaftete Gewinne gedeckt sind, sondern aus dem Gesellschaftsvermögen (Eigen- oder Fremdkapital) entnommen werden.²³ Dies ist regelmäßig in den ersten Jahren einer Gesellschaft zu beobachten: Die Immobilien sind noch nicht errichtet bzw. noch nicht vermietet, sodass keine nennenswerten Erträge erwirtschaftet werden können. In der Regel verfügt die Gesellschaft dennoch über liquide Mittel, die aufgrund von gesellschaftsvertraglichen Regelungen bzw. aufgrund von Gesellschafterbeschlüssen an die Gesellschafter ausgezahlt wurden. Im Fondsprospekt wurde für die ersten Jahre meist eine Ausschüttung in Aussicht gestellt, um bereits nach Gründung der Gesellschaft eine vermeintliche „Rendite“ auf das in die Gesellschaft eingebrachte Eigenkapital darstellen zu können.

Ist die Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern aus vorgenannten Gründen wieder aufgelebt, so kann ein Gläubiger der Gesellschaft verlangen, dass der Kommanditist seine Hafteinlage bis zu dem Betrag wieder auffüllt, mit dem er im Handelsregister zur Haftung gegenüber Dritten verpflichtet ist.²⁴ Die durch die Auffüllung der Hafteinlage der Gesellschaft zufließenden liquiden Mittel können dann wiederum dazu verwendet werden, Zins- und Tilgungsleistungen zu erbringen oder aber eine Sondertilgung auf begebene Finanzierung zu leisten.

²¹ Zu den gesetzlichen Besonderheiten einer GbR-Gesellschaft vgl. Kapitel 3.2.1. Zum (negativen) Auseinandersetzungsguthaben im Fall des Ausscheidens eines Gesellschafters siehe Kapitel 6.5.5.

²² Zu den gesetzlichen Besonderheiten der Kommanditgesellschaft vgl. Kapitel 3.2.2 f. Zum Wiederaufleben der Haftung eines KG-Gesellschafters vgl. Kapitel 6.5.3.

²³ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 33 ff.

²⁴ § 172 Abs. 4 HGB.

In den am 12.03.2013 vom Bundesgerichtshof (BGH) gesprochenen Urteilen II ZR 73/11 und II ZR 74/11 wurde klargestellt, dass die (Fonds-)Gesellschaft selbst keinen Anspruch auf die Rückzahlung der an die Gesellschafter ausgeschütteten Einlagen hat. Dennoch bleibt die Haftung gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft bestehen. Insbesondere in wirtschaftlich schlechten Zeiten haben damit die Gläubiger der Gesellschaft – allen voran das finanzierende Institut – einen Anspruch auf Rückzahlung der an die Gesellschafter ausgeschütteten Einlagen. Spätestens bei einer (drohenden) Insolvenz müssen sich die Gesellschafter aber im Klaren darüber sein, dass diese Ansprüche durch einen dritten Gläubiger – notfalls auf juristischem Wege – geltend gemacht werden können, falls die durch die Fondsgesellschaft geforderten Rückzahlungen nicht freiwillig durch die Gesellschafter in die Gesellschaft eingebracht werden und damit die Sanierung scheitern sollte. In diesem Fall muss der sanierungsunwillige Gesellschafter damit rechnen, nicht nur für die Wiederauffüllung seiner Hafteinlage aufkommen, sondern auch für die anfallenden Gerichts- und Anwaltskosten einstehen zu müssen.

Geschlossene Immobilienfonds wurden über diverse Vertriebskanäle und unter dem Deckmantel der Steuersparmodelle als Baustein der Altersvorsorge an Kleinanleger vertrieben. Jahre und Jahrzehnte später muss der Anleger (heute im Rentenalter) realisieren, dass kaum Erträge aus den Beteiligungen generiert wurden, die Beteiligungen teilweise nicht mehr werthaltig sind oder sogar Nachschüsse in die Gesellschaft zu leisten sind.²⁵ Der kleine private und oft nicht versierte Gesellschafter ging aber davon aus, dass es sich um eine Kapitalanlage mit entsprechender Verzinsung handelte. Umso schockierter wird daher reagiert, wenn Nachschüsse oder Rückforderungen aus seinem Privatvermögen zum Ausgleich von Fehlbeträgen geltend gemacht werden.

Anleger sind heute wirtschaftlich oft nicht mehr gewillt oder in der Lage, weitere Nachschüsse in die Gesellschaften zu leisten. Dies hängt unter anderem mit einer fehlenden Erwerbs-

²⁵ Vgl. VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2011), S. 28. Etwa 68 % der Zeichner von geschlossenen Fonds sind 51 Jahre und älter. Interpoliert man die 2010 ermittelte Altersstruktur der Anleger auf 2019, so ist der typische Anleger (50 %) eines geschlossenen Fonds heute zwischen 61 und 80 Jahren alt. Weitere 21 % der Zeichner sind heute zwischen 51 und 60 Jahre alt. Mehr als 18 % der Zeichner waren bereits 2010 älter als 80 Jahre. Ihre Anteile dürften entweder vor dem Hintergrund auslaufender Festlaufzeiten liquidiert worden oder aufgrund der Lebenserwartung an die nächste Generation übertragen worden sein.

tätigkeit und der damit fehlenden Liquidität im Rentenalter zusammen.²⁶ In Hinblick auf die persönlichen Einzelschicksale der Gesellschafter und die damit verbundenen wirtschaftlichen Belastungen, bis hin zur Bedrohung von wirtschaftlichen Existenzen,²⁷ kommt der erfolgreichen Sanierung und der damit verbundenen verminderten finanziellen Belastung der an der Sanierung Beteiligten eine weitere bedeutende Rolle zu.

1.2. Zum Stand der Forschung

Ein Blick in die wissenschaftliche Literatur zum Thema „Sanierung geschlossener Fondsstrukturen“ zeigt schnell, dass zumindest die empirische Forschung diesem Finanzmarktsegment bislang kaum Beachtung geschenkt hat.²⁸ Die Sanierungsbedürftigkeit von geschlossenen Immobilienfonds und die Frage, wie ihr abzuhelpen ist, werden im Wesentlichen in der (Fach-)Presse diskutiert. Entsprechende empirische Untersuchungen hingegen waren im Rahmen der Literaturrecherche nicht zu finden.²⁹ Bisherige Forschungsbemühungen sowie die vorhandene Literatur setzen sich überwiegend mit den juristischen Fragen und den diesbezüglichen (höchst-)richterlichen Entscheidungen auseinander.³⁰ Der betriebs- und finanzwirtschaftliche Hintergrund hingegen wird in der Literatur nahezu vollständig ignoriert; empirische Untersuchungen hinsichtlich erfolgreich durchgeführter Sanierungen geschlossener Immobilienfonds liegen bislang nicht vor.

²⁶ Aufgrund der Losgröße (Anteile an einem geschlossenen Immobilienfonds wurden meist in Tranchen á 10.000 EUR gezeichnet) und den seinerzeit gewährten Steuervorteilen, beteiligten sich insbesondere Anleger mit gutem Einkommen und einer hohen Steuerlast. Die Zeichner von geschlossenen Immobilienfonds standen damals „in der Blüte ihres Berufslebens“. Heute, rd. 20 Jahre später, dürften viele bereits das Rentenalter erreicht haben, wenn nicht sogar Anteile bereits an die nächste Generation vererbt/verschenkt wurden. Zur Altersstruktur der Anleger geschlossener Immobilienfonds vgl. auch VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2011), S. 28.

²⁷ Tatsächlich handelt es sich bei der Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds bekanntlich um eine Unternehmensbeteiligung. Daher fungiert der Gesellschafter als Unternehmer und muss als solcher die wirtschaftlichen Risiken mittragen. Gesellschafter, die sich mit Nachschüssen, Rückforderungen oder Haftungsrisiken konfrontiert sehen, müssen sich um private Vermögensgegenstände bis hin zur privaten Existenz sorgen. Dies betrifft häufig nicht nur den individuellen Gesellschafter, sondern mitunter auch Familienangehörige bis hin zu den Erben. Vgl. Edelmann (2015), S. 62 ff.

²⁸ Zum spärlichen Forschungsstand hinsichtlich geschlossener Fondsstrukturen, der Finanzierungsfunktion von Investitionen von i. d. R. großen Volumen und des Bereiches der Kapitalanlageliteratur vgl. auch Busse (2017), S. 904.

²⁹ So auch Busse (2017), S. 904.

³⁰ So z. B. Dissertationen von Bastian (2012), Bach (2010) und Walch (2006).

Akuter Forschungsbedarf kann auch aus den vorliegenden Studien der Deutschen Fondsresearch und der Stiftung Warentest abgeleitet werden.³¹ Das Analysehaus Deutsche Fondsresearch prognostizierte allein für die Jahre 2012 bis 2015, dass jeder zehnte geschlossene Immobilienfonds sanierungsbedürftig werden würde.³² Als wesentliche Ursache für die voraussichtliche Sanierungsbedürftigkeit wurde angeführt, dass die Ertragsseite nicht (mehr) dazu ausreichen würde, die zum Erwerb der Immobilie aufgenommenen Darlehen zu bedienen. Die Zeitschrift Finanztest verglich 2015 rd. 1.140 geschlossene Fonds und ermittelte dabei, dass rd. 57 % der geschlossenen Immobilienfonds einen vollständigen oder zumindest teilweisen Verlust des ursprünglich investierten (Eigen-)Kapitals hinnehmen mussten.³³

Vor diesem Hintergrund kommt es immer wieder vor, dass betroffene Gesellschaften ohne fundierte Sanierungskonzepte abgewickelt werden, mit der Folge, dass die finanzierenden Banken auf die ausgereichten Finanzierungen (Sonder-)Abschreibungen vornehmen müssen, die Anleger entsprechende Kapitalverluste hinzunehmen haben und generell vermeidbare Verluste entstehen.³⁴ Im Rahmen einer Insolvenz kann es zu einer (Zwangs-)Verwertung der Immobilie(n) kommen, dem aus finanzieller Hinsicht wohl schlechtesten Ergebnis einer Fondsanierung.³⁵ Gesellschafter und Gläubiger müssen aufwendig von Sanierungskonzepten überzeugt werden.

Die Intransparenz des Marktes und die mangelhafte Qualität der öffentlich verfügbaren Daten sind mitunter der Hauptgrund für die unzureichende wissenschaftliche Behandlung. Da der Teilmarkt der geschlossenen Immobilienfonds bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie dem Grauen Kapitalmarkt zugehörig war, haben diverse Marktteilnehmer darauf verzichtet, Performancedaten zu veröffentlichen, mit denen wissenschaftliches Arbeiten überhaupt erst möglich geworden wären. Auch der Zusammenschluss einiger Marktteilnehmer zum Verband geschlossener Fonds e. V. (später Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V.)

³¹ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9; vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

³² Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

³³ Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

³⁴ So auch Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

³⁵ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

konnte der vorherrschenden Intransparenz nur bedingt begegnen, da sich die Gesamtheit der Anbieter nicht dem Verband angeschlossen haben.³⁶

1.3. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung der Arbeit

„Um Fortschritt zu erreichen, ist es entscheidend, aus den Fehlern der Vergangenheit zu lernen. Doch Fehler kann nur derjenige vermeiden, der sie auch kennt.“³⁷ In diesem Sinn gibt die vorliegende Arbeit einen Überblick über die vielfältigen Ursachen für die Schieflage geschlossener Immobilienfonds und über mögliche Sanierungsmaßnahmen. Dabei werden die Möglichkeiten erörtert, eine Sanierung erfolgreich durchzuführen und abzuschließen, und es wird dargestellt, wie sich das Risiko, dass ein geschlossener Immobilienfonds überhaupt in Schieflage gerät, senken lässt.

In der Regel ist davon auszugehen, dass sich die einzelnen Ursachen der Sanierungsbedürftigkeit gegenseitig bedingen oder sogar katalysierend wirken. Umso entscheidender ist es, dass eine Schieflage rechtzeitig erkannt wird und die an der Gesellschaft Beteiligten frühzeitig und konsequent dafür Sorge tragen, dass die passenden Sanierungsmaßnahmen eingeleitet werden. Denn: *„Der größte Feind einer Sanierung ist die Hoffnung – viele hoffen zu lange auf unrealistische Wiederverkaufswerte und beginnen erst mit der Sanierung, wenn der Handlungsspielraum für den Sanierer nur noch sehr begrenzt ist.“³⁸*

Deshalb liegt der Schwerpunkt dieser Arbeit auf der Frage nach der Erarbeitung von praktischen Sanierungskonzepten und ihrer erfolgreichen Umsetzung. Um dem bestehenden Forschungsdesiderat zu begegnen, wurden auf Grundlage der bereits vorliegenden theoretischen Untersuchungen ausführliche Interviews mit an der Sanierung Beteiligten geführt und ausgewertet, um damit einen Beitrag zu der bisher unzureichenden empirischen Forschung zu leisten.³⁹ Im Rahmen qualitativer Untersuchungen unter Zuhilfenahme leitfadengestützter, teilstandardisierter Fragebögen werden die Ursachen rekonstruiert, die in der Praxis zur Sanierungsbedürftigkeit geführt haben, und es wird erläutert, welche der in Reaktion darauf

³⁶ Vgl. Busse (2017), S. 904 f.

³⁷ Vgl. Fabarius und Anastassiou (2014), S. 7.

³⁸ Beck (2005).

³⁹ Zum Stand der Forschung siehe Kapitel 1.2.

eingeleiteten Maßnahmen zu einem Sanierungserfolg und damit zu einer verringerten Inanspruchnahme, dem (teilweisen) Erhalt des eingesetzten Kapitals oder zumindest einer Verringerung des Schadens geführt haben. Gleichzeitig wird ermittelt, welche Sanierungsbausteine von den an der Sanierung Beteiligten akzeptiert werden, denn nur wenn alle an einer Sanierung zu beteiligenden Parteien auch bereit sind, schnell und entschlossen entsprechende Maßnahmen umzusetzen, kann eine erfolgreiche Sanierung gelingen. Schließlich wird die Frage erörtert, welche Sanierungsstrategien zum Ziel führen, und ob sich daraus ableiten lässt, welche Herangehensweisen an eine Sanierung die erfolgversprechendsten sind.

Diese Arbeit richtet sich ausdrücklich nicht nur an ein wissenschaftliches Publikum, sondern soll auch zur Information der beteiligten Akteure dienen. Als ehemaliger Mitarbeiter des Beratungsunternehmens KKL Consulting GmbH hat der Autor dieser Dissertation Erfahrung im Bereich der Sanierung von geschlossenen Immobilienfonds gesammelt. Die erfolgreiche Anwendung von Sanierungsbausteinen liegt ihm deshalb besonders am Herzen. Die Erkenntnisse aus seiner Tätigkeit werden in dieser Dissertation zusammengetragen und durch Meinungen von an der Sanierung beteiligte Experten ergänzt. In der sich daran anschließenden Analyse werden die gewonnenen Erkenntnisse für Wissenschaft und Praxis zusammengetragen.

Ferner soll mit dieser Untersuchung eine bestehende Forschungslücke im Bereich der Betriebs- und Finanzwirtschaft geschlossen und dazu beigetragen werden, die Sensibilität der an einem geschlossenen Immobilienfonds beteiligten Akteure in Hinblick auf eine erfolgreiche Sanierung zu schärfen. Gelingt es, mit den gewonnenen Erkenntnissen die Beteiligten in die Lage zu versetzen, eine Sanierungsbedürftigkeit frühzeitig zu erkennen und die richtigen Sanierungsbausteine auszuwählen, hat die sanierungsbedürftige Gesellschaft größtmögliche Chancen auf einen erfolgreichen Turnaround. Dies ist allerdings an die Voraussetzung geknüpft, dass die zur Sanierung benötigten Parteien auch bereit sind, kurzfristig die entsprechenden Maßnahmen für die Sanierung einzuleiten.

Die Frage nach den Ursachen für die Schiefelage geschlossener Immobilienfonds und nach dem sinnvollen Einsatz möglicher Sanierungsmaßnahmen wird damit auf eine neue Basis gestellt, indem von Experten gewonnene Erfahrungswerte erstmals zusammengetragen und wissenschaftlich ausgewertet werden. Nach Aufarbeitung dieser Forschungsproblematik und der Entwicklung erfolgversprechender wirtschafts- und finanzwirtschaftlicher Ansätze wird sich

schließlich ein Großteil der bisher vorhandenen juristisch geprägten Literatur als obsolet erweisen.

1.4. Ableitung von Forschungsfragen

Die Frage, welche Faktoren und Einflüsse für eine erfolgreiche Sanierung und Restrukturierung von geschlossenen Immobilienfonds ausschlaggebend sind, geht mit folgenden aufeinander aufbauenden Fragestellungen einher:

Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Immobilienfonds:

1. Zur indirekten Immobilienanlage in Deutschland in der Retrospektive: Welche Bedeutung hat die indirekte Immobilienanlage, insbesondere der geschlossene Immobilienfonds, in der deutschen Volkswirtschaft aus historischer Sicht?

Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen:

2. Welche Arten von Krisen gibt es?
3. Was sind die Ursachen (aus der jeweiligen Sicht der Akteure) für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds in der Praxis?
4. Wer ist aus Sicht der Beteiligten für eine Schieflage verantwortlich?

Praktischer Sanierungsansatz und -prozess:

5. Welche Lösungsansätze und Methoden stehen den Beteiligten in der Praxis zur Verfügung?
6. Mit welchen Schwierigkeiten hatten die Beteiligten im Vorfeld der Sanierung zu kämpfen?
7. Welche Lösungsansätze und Methoden wurden den Beteiligten der Sanierung zur Auswahl gestellt?
8. Wie konnten die an der Sanierung Beteiligten von einem tragfähigen und nachhaltigen Sanierungskonzept überzeugt werden?
9. Was waren die ausschlaggebenden Argumente für die Beteiligten, sich an einer Sanierung zu beteiligen?

Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive:

10. Sind die Beteiligten von der Sanierung der Gesellschaften (auch nach ihrem Abschluss) überzeugt und haben die ausgewählten Maßnahmen nachhaltig zum Erfolg der Sanierung beigetragen?

11. Welche generellen Erkenntnisse können aus den Einzelbeispielen gewonnen werden, um zukünftig Gegenmaßnahmen mit größerem Erfolg einzuleiten?
12. Welche Maßnahmen haben im Wesentlichen dazu beigetragen, dass sich ein Sanierungserfolg eingestellt hat?
13. Gehen die an der Sanierung Beteiligten davon aus, dass das seinerzeit getätigte Investment durch die Sanierung wieder werthaltig wird, und rechnen sie mit einem Liquidationserlös, der den Liquidationserlös vor der Sanierung übersteigt?

1.5. Aufbau und Struktur der Arbeit

Nachdem mit Kapitel 1 in die Problematik eingeführt wird, bietet Kapitel 2 einen Überblick über indirekte Immobilienanlagen in Deutschland. Es wird analysiert, welche Rolle sie in der deutschen Immobilienwirtschaft spielen und welche volkswirtschaftliche Bedeutung ihnen zugesprochen werden kann. Auf der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienwirtschaft im Allgemeinen, und der indirekten Immobilienanlagen im Speziellen, wird in Kapitel 2.3 eine Abgrenzung zwischen der Direktanlage in Immobilien und den übrigen in Deutschland etablierten indirekten Immobilienanlageklassen wie dem offenen Immobilienfonds, der Immobilienaktiengesellschaften und dem Real Estate Investment Trusts (REITs) vorgenommen. In Kapitel 2.5 wird dargestellt, wie sich Anlagevolumen geschlossene Immobilienfonds in Deutschland entwickelt haben.

Schwerpunkt dieser Dissertation ist die Sanierung des geschlossenen Immobilienfonds vor Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht im Jahr 2013. Um dem Leser ein einheitliches Produktverständnis zu vermitteln, wird der geschlossene Immobilienfonds, wie er bis 2013 aufgelegt wurde, ausführlich in Kapitel 3 beschrieben. Zunächst werden die genutzten Rechtsformen skizziert. Ergänzend dazu werden die an einem Fonds beteiligten Akteure vorgestellt und die aus einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds resultierenden Chancen, Risiken, Vor- und Nachteile aufgezeigt.

Die bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie weitestgehend unregulierten Produkte haben 2013 in ihrer Geschichte einen herben Einschnitt in ihrer Rechts- und Gestaltungsfreiheit erfahren. Produkte, die nach Einführung der AIFM-Richtlinie aufgelegt wurden, unterliegen strengeren Regularien, wodurch (Privat-)Anleger vor erhöhten Verlust- und Krisenrisiken geschützt

werden sollen. Diese Änderungen in Bezug auf das Produkt des geschlossenen Immobilienfonds sind als Exkurs in Kapitel 4 dargestellt.

Auf den bisher bestehenden theoretischen Grundlagen erfolgt in Kapitel 0 die Anwendung der Theorie auf das Produkt des geschlossenen Immobilienfonds. Aufgrund der besonderen Spezifika des Produktes hinsichtlich Ausgestaltung, Bewirtschaftung, Strukturierung, beteiligter Akteure, Interessenlagen usw. können allgemeingültige Herangehensweisen nur bedingt formuliert werden. Es bedarf einer ausführlichen Beleuchtung möglicher theoretischer Herangehensweisen sowie einer Rückkopplung sowie Überleitung zu den Spezifika eines geschlossenen Immobilienfonds. So wird zunächst die Krisensituation eines geschlossenen Immobilienfonds beleuchtet. Neben der Bestimmung des Begriffs der „Krise“ werden Krisenfaktoren und -arten definiert und erläutert. Weiterhin wird dargestellt, wann und ob eine Immobilienfondsgesellschaft sanierungswürdig und -fähig ist und welche Interessen die jeweils an der Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds Beteiligten verfolgen. Abschließend werden in Kapitel 0 mögliche Alternativen zu einer Sanierung umrissen.

Sofern die Fondsgesellschaft als sanierungswürdig und -fähig eingestuft wird, gilt es, ein für alle Parteien tragbares Sanierungskonzept zu erarbeiten, zu beschließen und konsequent umzusetzen. Kapitel 6 stellt unterschiedliche Sanierungskonzepte vor, die für geschlossene Immobilienfonds in Frage kommen. Die gerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers wird dabei nur untergeordnet behandelt. Der Schwerpunkt des Kapitels (und dieser Untersuchung) liegt auf der außergerichtlichen Sanierung.

Zentraler Bestandteil des Krisenmanagements ist die Krisenkommunikation. Sie verlangt genauso wie jedes andere (Krisen-)Management klare Strukturen und gut vorbereitete Strategien. Diesem Punkt widmet sich daher das ganze Kapitel 7.

Auf Basis dieser (Grund-)Erkenntnisse wird in Kapitel 0 anhand von Experteninterviews (Interviews mit den an einer Sanierung Beteiligten) herausgearbeitet, was aus ihrer Sicht die Bedingungen sind, damit die Sanierung einer Fondsgesellschaft gelingen kann und sie insbesondere bei den Gläubigern auf Akzeptanz stößt, und welche Argumente die Gesellschafter und Gläubiger von der Nachhaltigkeit des jeweiligen Sanierungskonzeptes überzeugen.

Unter Anwendung eines qualitativen empirischen Forschungsansatzes sowie unter Einbindung der Datentriangulation (auch Within-Method genannt) wird in Kapitel 0 zunächst auf

Grundlage der in den Kapiteln 3, 0 und 6 gewonnenen theoretischen Erkenntnisse herausgearbeitet, welche Krisenarten vorherrschen, welche Gründe für die Entstehung ursächlich sind und welche Verursacher dazu beigetragen haben, dass sich geschlossene Immobilienfonds in der Krise befinden. Weiter wurde herausgearbeitet, welche Sanierungsansätze und -prozesse zur Bewältigung einer solchen Krise vorwiegend angewandt wurden, und welchen Erfolgsgehalt den im Einzelnen angewandten Sanierungsbausteinen beigemessen werden kann. Die Ergebnisse der qualitativen empirischen Untersuchung werden in Kapitel 8.3 mittels zusammenfassender Inhaltsanalyse ausgewertet.

Unter Rückanbindung an den theoretisch erarbeiteten Kenntnisstand sowie der durch die Empirie gewonnenen Erkenntnisse findet in Kapitel 8.4 eine ausführliche Beantwortung der in Kapitel 1.4 dargestellten Forschungsfragen statt.

In der Schlussbetrachtung (Kapitel 0) erfolgt neben einer Zusammenfassung der hier vorliegenden Dissertation eine Darstellung wesentlichen Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen. Es wird erläutert, wie die eingangs in Kapitel 1.2 dargestellte Forschungslücke geschlossen werden konnte und inwiefern dieses Forschungsvorhaben einen wissenschaftlichen Beitrag leistet.

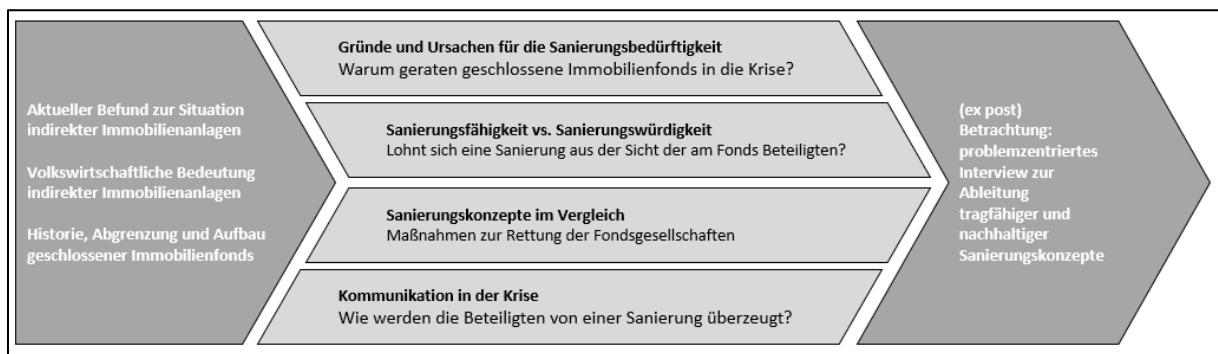


Abbildung 2: Aufbau und Struktur der Dissertation⁴⁰

⁴⁰ Quelle: eigene Darstellung.

2. Indirekte Immobilienanlagen in Deutschland

Immobilien und Immobilienanlageprodukte spielen nicht nur in der deutschen Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle, sondern gehören auch weltweit zu den Anlageschwerpunkten institutioneller ebenso wie privater Anleger.⁴¹ Aufgrund ihrer Langlebigkeit, der prinzipiell hohen Wertbeständigkeit mit zusätzlicher Chance auf Wertentwicklung und eines attraktiven Rendite-Risikoprofiles gelten sie als wesentliche Ergänzung zu anderen Kapitalanlageprodukten und erfreuen sich großer Beliebtheit.⁴²

2.1. Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft

Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der deutschen Immobilienwirtschaft wird bereits durch ihren schieren Umfang deutlich. Das Bruttoanlagevermögen der Sachanlagen zu Wiederbeschaffungspreisen lag in der Bundesrepublik zum 31.12.2018 bei etwa 18,4 Bio. EUR, wovon allein rd. 85 % auf Immobilien entfielen.⁴³ Verglichen mit der nächstgrößeren Anlageklasse, der Ausrüstung, ist das Bruttoanlagevermögen in Immobilien um das 6,1-fache größer.⁴⁴

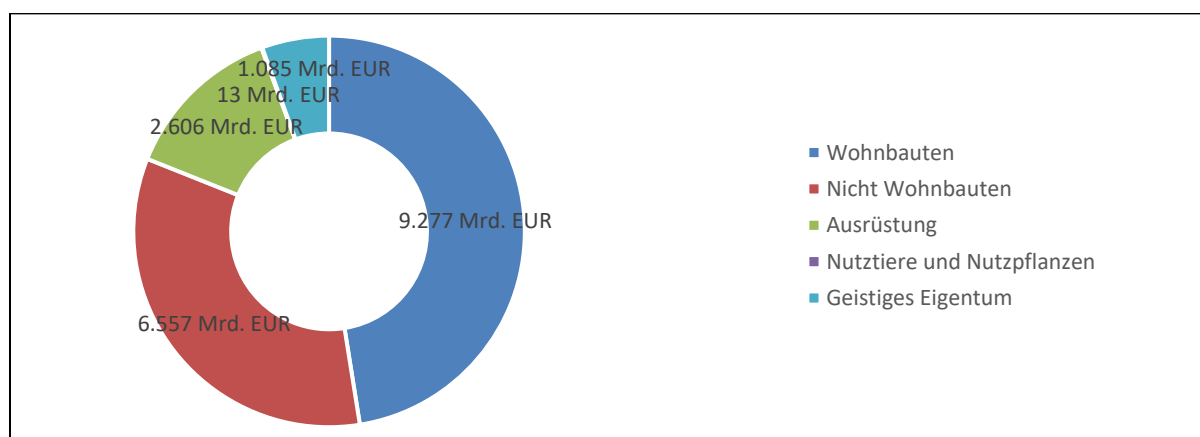


Abbildung 3: Bruttoanlagevermögen in Deutschland zum 31.12.2018⁴⁵

⁴¹ Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienwirtschaft siehe auch ausführlich Vornholz (2014), S. 18 ff.; vgl. auch Brauer (2019), S. 15. Vgl. hierzu auch Just et al. (2017), S. 1–61.

⁴² Vgl. Trübstein (2012), S. 19.

⁴³ Vgl. Statistisches Bundesamt (2019e).

⁴⁴ Die Anlageklasse Ausrüstungen umfasst im Wesentlichen den Maschinenpark einschließlich militärischer Waffensysteme. Vgl. Statistisches Bundesamt (2019e).

⁴⁵ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Just und Sebastian (2013), S. 2; vgl. Statistisches Bundesamt (2019e).

Bezogen auf die Bruttowertschöpfung im Jahr 2018 ist festzustellen, dass allein die beiden Sektoren Grundstücks- und Wohnungswesen (324,7 Mrd. EUR) sowie die Bau- und Immobilienwirtschaft (161,9 Mrd. EUR) etwa 16 % der gesamten Bruttowertschöpfung (3.055 Mrd. EUR)⁴⁶ ausmachten. Werden die Wertschöpfung der Architekten, der Immobilienfinanzierung, der Vermittlung und Verwaltung sowie immobilienbezogene Leistungen von Nicht-Immobilienunternehmen hinzugerechnet, liegt der Anteil der Immobilienwirtschaft an der Bruttowertschöpfung noch höher.⁴⁷

Im Zeitraum von 1991 bis 2017 lässt sich eine Immobilienvermögensentwicklung von rd. 250 % feststellen,⁴⁸ wobei seitdem lediglich die privaten Haushalte ihren prozentualen Anteil weiter ausgebaut haben.⁴⁹ 1991 hielten private Haushalte Immobilien mit einem Volumen von rd. 2.920 Mrd. EUR (rd. 48,8 %); 2017 betrug das Volumen rd. 8.329 Mrd. EUR, was rd. 56 % des Gesamtimmobilienbestandes entspricht.⁵⁰

⁴⁶ Vgl. Statistisches Bundesamt (2019d); vgl. Statistisches Bundesamt (2019a).

⁴⁷ Zur ausführlichen Abgrenzung (der Bruttowertschöpfung) der Immobilienwirtschaft im engeren und weiteren Sinn siehe Voigtländer et al. (2009), S. 58 ff.; vgl. auch Vornholz (2014), S. 24 ff. und Just et al. (2017), S. 9–15.

⁴⁸ Anstieg des Immobilienvermögens von 1991 bis 2017 von rd. 5.977 Mrd. EUR auf rd. 14.941 Mrd. EUR. Vgl. Statistisches Bundesamt (2018a), S. 5 ff.

⁴⁹ Da sich die deutsche Bevölkerungszahl innerhalb der letzten Jahrzehnte relativ konstant entwickelt hat (vgl. Statistisches Bundesamt (2019b)), lässt sich ableiten, dass sich der von einem einzelnen privaten Haushalt gehaltene Wohnimmobilienbestand im Durchschnitt erheblich vergrößert hat. Begründet wird dies insbesondere durch die gestiegene Anzahl an Haushalten, was auf die zunehmende Bedeutung von Zweitwohnungen bzw. Single-Haushalten zurückzuführen sein dürfte. Vgl. Voigtländer et al. (2009), S. 14; vgl. auch Voigtländer et al. (2013), S. 24, 26 f.

⁵⁰ Vgl. Statistisches Bundesamt (2018a), S. 5 ff.

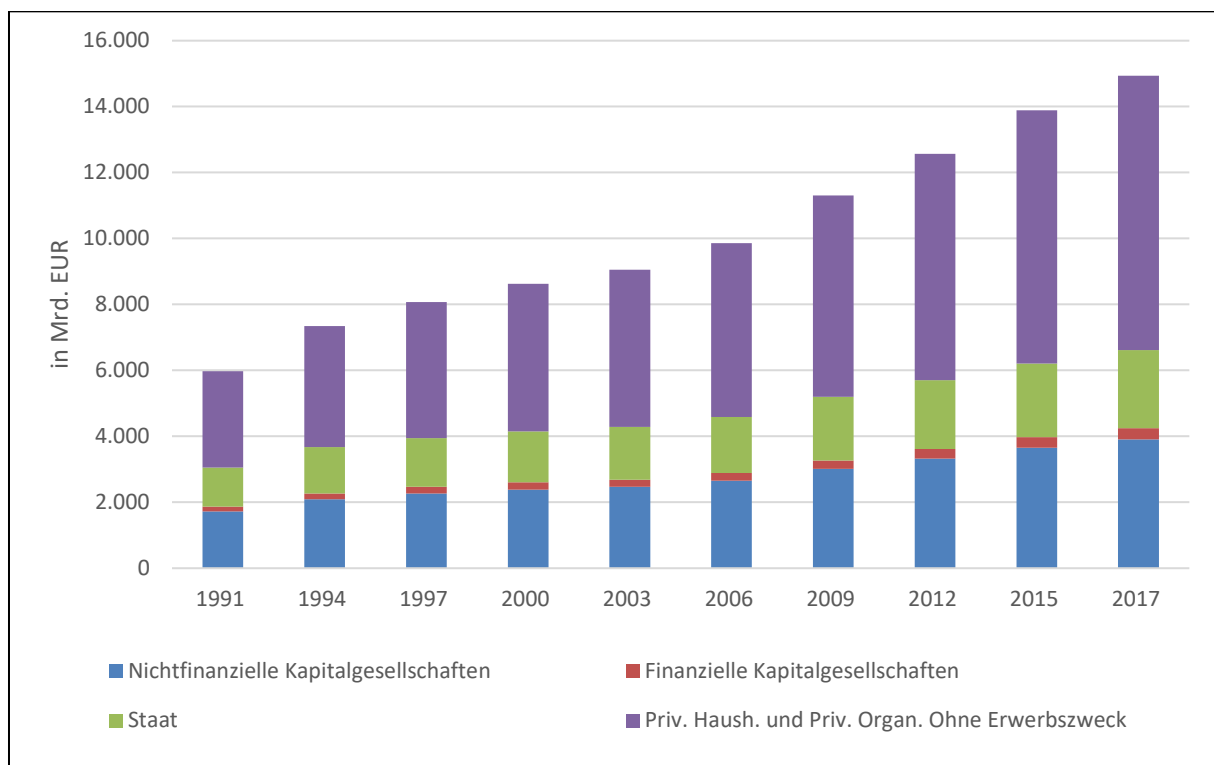


Abbildung 4: Entwicklung des Immobilienvermögens⁵¹

Immobilienvermögen hat bei deutschen Kapitalanlegern einen hohen Stellenwert. Geringe Wohneigentumsquoten zeigen, dass der Immobilienbestand vorwiegend als Kapitalanlage anstatt zu eigenen Wohnzwecken genutzt wird. Betrachtet man die quotale Aufteilung der Geld- und Sachvermögen privater Haushalte und privater Organisationen ohne Erwerbszweck, ist festzustellen, dass rd. 56 % der Vermögen in Sachanlagen investiert ist. Weitere 34 % des Vermögens werden in Form von Versicherungen und Pensionsrückstellungen bzw. in Bargeld und Einlagen (jeweils hälftig) gehalten. Lediglich 10 % ihres Vermögens investieren private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck in Wertpapiere.⁵²

Insbesondere in Zeiten von Finanz- und Weltwirtschaftskrisen sehnen sich Anleger nach sicheren bzw. stetig im Wert steigenden Anlageprodukten. Neben Edelmetallen werden dem sprichwörtlichen „Betongold“ diese Eigenschaften zugesprochen. So galten Immobilienanlagen in der Vergangenheit als krisensicher und wertbeständig.⁵³ Anleger investieren auch

⁵¹ Quelle: eigene Darstellung auf Basis Statistisches Bundesamt (2018a), S. 5 ff.

⁵² Vgl. Statistisches Bundesamt (2018b), S. 8.

⁵³ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 1.

heute noch gern in Immobilien, da sie davon ausgehen, dass das investierte Vermögen vor einer Entwertung (Inflation) geschützt ist und stetige Erträge generiert werden können.⁵⁴

Privatanleger investieren in (eigengenutzte) Immobilien, um eine Lücke in der Altersversorgung zu schließen.⁵⁵ Regelmäßige, stabile Mieterträge und die Chance auf Wertsteigerung entsprechen dem Wunsch der Investoren nach langfristigen, planbaren Investitionen. Immobilien sind geeignet, eine entsprechende (Risiko-)Diversifikation zu erzielen.⁵⁶ Eine Beimischung von Immobilien(-anlagen) kann zur Stabilisierung eines Anlageportfolios beitragen, da die Wertentwicklung nur gering mit der Entwicklung von Renten- und Aktienwerten korreliert. Ein Portfolio unter Berücksichtigung von Immobilieninvestments kann daher bei unveränderter Rendite ein geringeres Risiko aufweisen als ein Portfolio ohne Immobilien.⁵⁷ Um an der Entwicklung der Renditen und am Wertzuwachs der Immobilienbestände zu partizipieren, stehen einem Kapitalanleger neben der direkten Immobilienanlage (durch den Kauf einer Immobilie) auch die indirekte Immobilienanlage (über die Beteiligung an einem Anlagevehikel) zur Verfügung, sodass auch schon mit geringen Investitionssummen eine Immobilienanlage möglich ist.⁵⁸

2.2. Weitere volkswirtschaftliche Bedeutung indirekter Immobilienanlagen

Neben ihrer Rolle als Anlageprodukte und den Anlagevolumen, die sie auf sich vereinen, wird den indirekten Immobilienanlagen noch in mehrerer Hinsicht eine volkswirtschaftliche Bedeutung zugesprochen. Insbesondere sind hier die Kapitalsammelfunktion, die

⁵⁴ Generell gilt, dass Sachanlagen der Inflation weniger stark ausgesetzt sind als Geldvermögen. Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 17. Die Bruttoanfangsrenditen von Mehrfamilienhäusern haben die Inflationsraten der Jahre 1992 bis 2018 durchgängig überstiegen. Vgl. hierzu bulwiengesa AG - RIWIS (2019) und Statistisches Bundesamt (2019c). Bei gewerblichen Mietverträgen ist ein noch besserer Schutz vor der Entwertung des Geldes durch die Inflation als bei Wohnimmobilien gegeben, da die Inflation üblicherweise über Indexierungsregelungen schneller an den Nutzer durchgereicht werden kann. Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 18; Wohnungsmietverträge sind i. d. R. (mit Ausnahme § 557 b BGB) nicht indiziert und enthalten allenfalls Staffelmietvereinbarungen. Mieterhöhungen sind ggf. im Rahmen von § 558, 559 und 560 BGB möglich.

⁵⁵ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 1.

⁵⁶ Zur ausführlichen Beschreibung der Risikodiversifikation siehe Markowitz (1952); vgl. auch Rehkugler (2009), S. 208 ff. und Strunkheide (2004), S. 27 ff.; vgl. auch Kapitel 2.2.2.

⁵⁷ Vgl. Voigtländer et al. (2013), S. 73.

⁵⁸ Zu den indirekten Immobilienanlagen und den damit verbundenen Chancen und Risiken im Vergleich zu einem Direktinvestment siehe ausführlich Kapitel **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**

Losgrößentransformation, einhergehend mit der Reduktion von systematischen Risiken, sowie die Finanzierungsfunktion zu nennen.⁵⁹ Hinsichtlich des Risikos eines Totalausfalls eines Direktinvestments ist die Investition in eine oder mehrere indirekte Immobilienanlagen ein gesamtwirtschaftlicher Vorteil, da das Insolvenzrisiko des Einzelnen, der im Insolvenzfall auf soziale Auffangmechanismen angewiesen ist, so erheblich reduziert wird.⁶⁰

2.2.1. Kapitalsammelfunktion und Informationstransformation

Begrenztes Kapital seiner jeweils sinnvollsten Verwendung zuzuführen, ist Aufgabe der Finanzintermediäre, die damit für eine Volkswirtschaft eine wichtige Funktion erfüllen.⁶¹ Indirekte Immobilienanlagen fungieren ähnlich wie Banken oder Versicherungsunternehmen als sogenannte Kapitalsammelstellen. Anleger, die ihr liquides Vermögen für kürzere oder längere Zeit nicht benötigen, können so Gelder über indirekte Anlagevehikel bündeln und gemeinschaftlich am Markt in ein Anlagegut investieren. Kapitalsammelstellen bedienen damit die Interessen des Anlage- und Finanzierungsbedarfes gleichermaßen,⁶² denn besonders große Investitionen können nur selten von einem einzelnen Investor finanziert werden.⁶³ Das notwendige Kapital wird durch Finanzintermediäre transaktionskosteneffizient von den Anlegern eingesammelt und der jeweils sinnvollsten Verwendung zugeführt. Hinzu kommt, dass der Direktanleger im Vergleich zum Anleger indirekter Immobilienanlagen zu jedem Zeitpunkt über alle verfügbaren Informationen (z. B. hinsichtlich alternativer Anlagemöglichkeiten aber auch anderen Informationen wie volkswirtschaftlichen und marktrelevanten Entwicklungen) verfügen muss, um ein Investment korrekt einschätzen zu können. Indirekten Immobilienanlagen gelingt es allein durch die für sie tätigen Akteure (z. B. Anwälten, Steuerberatern, Marktresearchern etc.) und das bei ihnen vorhanden Wissens sowie unter anderem der regionalen Diversifikation, Informationen zu transformieren und wesentlich effizienter zu verarbeiten (Infor-

⁵⁹ Vgl. Rehkugler (2009), S. 8 f.; vgl. Sebastian et al. (2012), S. 10 ff.

⁶⁰ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 12.

⁶¹ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 10.

⁶² Vgl. Trübstein (2012), S. 23, vgl. auch Loritz und Pfnür (2006), S. 173.

⁶³ Beispielsweise größere Bürokomplexe, Wohnanlagen, Gewerbeparks, Handels- oder Logistikimmobilien.

mationstransformation).⁶⁴ Von wesentlicher Bedeutung für den Privatanleger sind auch die Losgrößentransformation sowie die Risikotransformation.⁶⁵

2.2.2. Effizienzsteigerung und Reduktion von Risiken durch Anlagevolumen

Mit einer Direktinvestition in eine Immobilie erwirbt der Eigentümer die uneingeschränkte Kontrolle über sein Investment und alle mit der Immobilie verbundenen Rechte und Pflichten. Als Nachteile einer direkten Immobilieninvestition können das hohe Klumpenrisiko,⁶⁶ die lange Kapitalbindungsdauer mit entsprechend geringer Liquidität, die hohen Transaktionskosten sowie die zumeist unvorhersehbaren Folgekosten für Verwaltung, Bewirtschaftung und Instandhaltung angeführt werden.⁶⁷ Insbesondere Privatanleger schätzen das Risiko eines Einzelinvestments oft nicht richtig ein, was in Kombination mit fehlendem Know-how dazu führen kann, dass die erwartete Rendite teilweise eingebüßt wird, komplett ausfällt, oder schlimmstenfalls sogar Nachschusspflichten entstehen.

Mit Hilfe eines Portfolioansatzes ist es möglich, Einzelrisiken erheblich zu reduzieren und dabei die Rendite eines Portfolios zu erhalten.⁶⁸ Um ein optimales Maß an Risikodiversifikation zu erhalten, ist vor allem auf die absolute Anzahl der (indirekten) Immobilieninvestments zu achten.⁶⁹ Es gilt: Je höher die Anzahl der erworbenen Objekte ist, desto niedriger fällt das Risiko des Portfolios aus.

⁶⁴ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 10, 19 f.; vgl. Sebastian et al. (2012), S. 7. Zur detaillierten Erläuterung der Informationstransformation (am Beispiel des geschlossenen Immobilienfonds) vgl. ausführlich Kapitel 3.5.2.

⁶⁵ Zur detaillierten Erläuterung der Losgrößentransformation (am Beispiel des geschlossenen Immobilienfonds) siehe ausführlich Kapitel 3.5.1. Zur detaillierten Erläuterung der Risikotransformation (am Beispiel des geschlossenen Immobilienfonds) siehe ausführlich Kapitel 3.5.3.

⁶⁶ Klumpenrisiken entstehen durch die Häufung von gleichen Beteiligungen, Vermögensanlagen oder anderen Engagements, deren kumulierter Umfang ein vertretbares Ausmaß übersteigt. Von einem Klumpenrisiko wird auch dann gesprochen, wenn der überwiegende Teil des zur Verfügung stehenden Vermögens in ein Anlagegut, eine Assetklasse, regional begrenzt usw. investiert wird. Auch wenn der überwiegende Anteil des zur Verfügung stehenden Vermögens in ein Anlagegut, eine Assetklasse, regional begrenzt usw. investiert wird, kann von einem Klumpenrisiko gesprochen werden. Vgl. auch Ahlers (2006).

⁶⁷ Vgl. hierzu auch Kapitel 3.5.4 und 3.5.5.

⁶⁸ Vgl. Markowitz (1952), S. 77–91; vgl. auch Rehkugler (2009), S. 208 ff. und Strunkheide (2004), S. 27 ff. Mit der Anlegerweisheit „*Don't put all your eggs in one basket*“ lässt sich der Grundgedanke der Diversifikation gut umschreiben.

⁶⁹ Zur Skalierung und Diversifikation des Risikos siehe auch Kapitel 3.5.3. Zur Diversifikation innerhalb der Assetklasse Immobilien vgl. auch ausführlich Rehkugler (2009), S. 218 ff.

Der Portfolioansatz erlaubt allerdings nur, das sogenannte idiosynkratische Risiko zu minimieren. Im Wesentlichen handelt es sich hierbei um objektspezifische und makroökonomische Merkmale, die im Einzelnen weniger stark ins Gewicht fallen, wenn das Portfolio nach Nutzungsart, Größe, Alter und nationalen bzw. regionalen Lagen diversifiziert ist. Der systematische Anteil des Risikos innerhalb der Immobilienwirtschaft ist dagegen nur minimal bis gar nicht diversifizierbar, da diese Risiken sich auf die gesamte Immobilienwirtschaft auswirken und somit kaum zu vermeiden sind. Hierunter fallen z. B. das Mietmarktrisiko, das Grundstücksmarktrisiko oder generell das Konjunkturrisiko.

Bei indirekten Immobilienanlagen kann angenommen werden, dass die idiosynkratischen Risiken nahezu ausgeschaltet werden können. Durch die Losgrößentransformation wird einem großen Publikum die Beteiligung an Immobilienanlagen ermöglicht, das Risiko wird von allen gemeinsam getragen und fällt für den Einzelnen geringer ins Gewicht.⁷⁰ Idealerweise investiert der Anleger mit einem Anteilsschein in ein Portfolio von mehreren Immobilien (so in der Regel bei offenen Immobilienfonds, aber auch bei REITs und Immobilienaktiengesellschaften) und reduziert damit das Risiko des (Total-)Ausfalls im Fall des Wertverlustes einer einzelnen Immobilie. Investiert ein (Privat-)Anleger sein Kapital in eine indirekte Immobilienanlage, ist weder immobilienpezifisches Fachwissen notwendig noch muss der Anleger sich während der Laufzeit mit der Bewirtschaftung der Anlage auseinandersetzen.⁷¹ Bei indirekten Immobilienanlagen werden die Aufgaben des Managements und der Bewirtschaftung von darauf spezialisierten Akteuren übernommen, was unter anderem dazu führen soll, dass die Effizienz in der Bewirtschaftung gesteigert und das Irrtumsrisiko⁷² gesenkt wird. Größere Anlagevolumen, die durch einen Anbieter bewirtschaftet werden, erlauben, Informationen zu Marktentwicklungen, Änderung bei der Besteuerung, Regularien in der Bewirtschaftung etc. zentral zu

⁷⁰ Benötigt ein Anleger für ein Direktinvestment in eine Immobilie zumeist mindestens mehrere hunderttausend Euro, reichen für indirekte Immobilienanlagen schon wesentlich kleinere Beträge. Die Beteiligung an einem offenen Immobilienfonds ist teilweise schon ab einem Einmalbetrag von 25 EUR möglich. Die Mindestbeteiligung bei geschlossenen Immobilienfonds liegt bei rd. 5.000 bis 10.000 EUR.

⁷¹ Anders verhält sich dies bei geschlossenen Immobilienfonds. Geschlossene Immobilienfonds waren bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie kaum reguliert. Die Publikation der Fondsprospekte unterlag, verglichen mit den heutigen Anforderungen, nur minimalistischen Anforderungen, sodass Gesellschafter sich bei einem Investment in geschlossene Immobilienfonds nicht nur über die jeweiligen Immobilien, sondern auch über gesellschafts- und steuerrechtliche Konsequenzen hätten informieren müssen, um das Risiko richtig einzuschätzen.

⁷² Vgl. Loritz und Pfnür (2006), S. 19.

gewinnen und effizienter zu verarbeiten, als wenn sie für jedes Objekt einzeln ermittelt werden würden. Hinzu kommt, dass im Rahmen der Bewirtschaftung von indirekten Immobilienanlagen zusätzliche Expertise eingekauft sowie Gutachten und Bewertungen erstellt werden können, die zu einer größeren Entscheidungssicherheit beitragen.⁷³ Insbesondere (börsennotierte) Immobilienaktiengesellschaften und REITs unterliegen gesonderten Publikationspflichten gegenüber den Aktionären und gelten daher als sehr transparent.⁷⁴ Damit darf angenommen werden, dass bei indirekten Immobilienanlagen die Strukturen der Bewirtschaftung, die Ansammlung von Spezialwissen, die Kenntnis von Märkten und die Fixkostenregression bei den (Struktur-)Kosten sich wesentlich effizienter gestalten als bei einem Einzelinvestment eines (nichtspezialisierten) Privatanlegers.⁷⁵

Da die verschiedenen Anlagevehikel hinsichtlich zeitlicher Ereignisse und Anlagevolumen überwiegend nicht gleichlaufend agieren, können sie stabilisierend auf den Immobilienmarkt wirken. Vermehrte Verkäufe eines indirekten Anlagegutes können „*zumindest teilweise durch die Kaufbereitschaft eines anderen aufgefangen*“ werden. (Extreme) Marktschwankungen können dadurch abgeschwächt werden.⁷⁶

2.2.3. Finanzierungsfunktion

Gesamtwirtschaftlich haben indirekte Immobilienanlagen in Verbindung mit ihrer Rolle als Kapitalsammelstelle eine wichtige Finanzierungsfunktion der (deutschen) Immobilienwirtschaft.

Bei der Finanzierung von Immobilien dominieren in Deutschland sowohl im wohnwirtschaftlichen als auch im gewerblichen Bereich von Banken begebene Immobiliendarlehen.⁷⁷ Spätestens jedoch seit der Finanz- und Weltwirtschaftskrise seit 2007 ist offensichtlich, dass es

⁷³ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 10, 19 f.; vgl. Sebastian et al. (2012), S. 7.

⁷⁴ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 8.

⁷⁵ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 10, 19 f.; vgl. Sebastian et al. (2012), S. 7. Zur detaillierten Erläuterung der Informationstransformation (am Beispiel des geschlossenen Immobilienfonds) vgl. ausführlich Kapitel 3.5.2.

⁷⁶ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 5 f. und S. 17. Dieser Effekt wird durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinie und der damit einhergehenden Beschränkung der börsentäglichen Fungibilität weiter gestärkt. Siehe hierzu Kapitel 2.3.1.

⁷⁷ Vgl. Voigtländer et al. (2013), dort Kapitel 5 und 6. Das Volumen jährlich zu prolongierender Immobilienfinanzierungen ist erheblich. Allein in den Jahren 2017 und 2018 liefen Kreditverträge mit einem Volumen von rd. 35 bis 38 Mrd. EUR aus. Vgl. CBRE Capital Advisors Limited (2017), S. 7.

infolge eines Zusammenbruches der Finanzmärkte auf Seiten der kreditvergebenden Banken zwei limitierende Faktoren gibt: Diese sind einerseits die begrenzte verfügbare Liquidität, andererseits das durch die Bank vorgehaltene Eigenkapital. Das im Rahmen von Basel II durch die Banken hinterlegte Eigenkapital hat seinerzeit nicht dazu ausgereicht, den Turbulenzen am Finanzmarkt standzuhalten. Um zukünftig etwaige Verluste selbst auffangen zu können, beschlossen die wirtschaftlich stärksten Staaten als Konsequenz aus der Finanzkrise, dass Banken deutlich mehr Eigenkapital vorhalten und einen zusätzlichen Kapitalpuffer anlegen müssen.⁷⁸ Mit Einführung von Basel III wurde die Eigenkapitalhinterlegung der deutschen Banken weiter verschärft, was eine Einschränkung der Kreditvergabe zur Folge hatte.⁷⁹

Die erhöhte Eigenkapitalhinterlegung verteuerte zwangsläufig die Kreditvergabe durch Banken. Eine erhöhte Eigenkapitalhinterlegung auf Seiten der Bank ist insbesondere dann erforderlich, wenn sich mit Risiken behaftete Finanzierungen im Kreditportfolio der Bank befinden. Ein Überschreiten der vereinbarten Beleihungsausläufe (z. B. durch Sinken des Verkehrswertes) muss durch den Kreditnehmer durch das Bereitstellen zusätzlicher Sicherheiten oder das Leisten von Sondertilgungen entschärft werden. Alternativ wäre eine risikoadäquate Anpassung der im Zins einkalkulierten Risikomargen aufgrund der erhöhten Eigenkapitalhinterlegung auf Seiten der Bank möglich, um das gleiche Volumen an Fremdkapital bereitzustellen wie bislang. Gelingt es den Kreditnehmern nicht, die erhöhten Eigenkapitalforderungen der Banken an Projektentwicklungen und gewerblichen Immobilieninvestitionen zu erfüllen, führt dies in der Regel dazu, dass das zur Finanzierung der Projekte zur Verfügung stehende Fremdkapital reduziert wird.⁸⁰

Weiter ist zu berücksichtigen, dass indirekte Anlagevehikel seit Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht ebenfalls erhöhte Eigenkapitalquoten zu erfüllen haben und somit per se weniger Fremdkapital aufgenommen werden kann als zuvor. Die maximale Fremdkapitalquote bei offenen alternativen Investmentfonds (AIF), das Pendant offener Immobilienfonds

⁷⁸ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2010a) und Bundesministerium der Finanzen (2010b).

⁷⁹ Vgl. Trübestein (2012), S. 353 f.; vgl. auch Just und Sebastian (2017), S. 853. Zu den Auswirkungen von Basel III auf die Banken und das Finanzsystem vgl. auch ausführlich Hartmann-Wendels (2013).

⁸⁰ Vgl. Just und Sebastian (2013), S. 13.

vor Umsetzung der AIFM-Richtlinie, liegt bei 30 %.⁸¹ Bei geschlossenen Publikums-AIF wurde die Höchstquote mit 60 % festgelegt.⁸² Wird ein insgesamt unverändertes oder gar steigendes Immobilienvermögen in Deutschland angenommen, ist aufgrund der beiden gegensätzlichen Tendenzen damit zu rechnen, dass die Nachfrage nach Kreditvergaben in Relation zum Immobilienvermögen abnehmen und gleichzeitig die Summe des notwendigen Eigenkapitals ansteigen wird, um auch in Zukunft mit gleichbleibenden oder steigenden Anlagevolumen am Markt agieren zu können.

Über die Kapitalsammelfunktion gelingt es, eine Vielzahl von Anlegern und das von ihnen bereitgestellte (Eigen-)Kapital zu bündeln und über das Produkt der indirekten Immobilienanlagen zukünftige Immobilienprojekte zu (re-)finanzieren. Die Finanzierungsfunktion erlaubt, bei steigenden Anlegervolumen den Mehrbedarf an Eigenkapital und damit das Finanzierungsdelta zu schließen.⁸³ Abschließend lässt sich feststellen, dass die Kapitalsammel- ebenso wie die Finanzierungsfunktion indirekter Immobilienanlagen mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie beträchtlich an Bedeutung gewonnen haben, wenn es darum geht, das Anlagevolumen der indirekten Immobilienanlagen auf einem gleichbleibend hohen Stand zu halten.

2.3. Formen von Immobilieninvestments in Deutschland – Abgrenzung direkter und indirekter Immobilienanlagen

Private und institutionelle Kapitalanleger haben in der Regel bei der Auswahl der Anlageform eine deckungsgleiche Zielvorstellung: Bei beiden stehen die Kriterien Rendite, Risiko und Liquidität im Vordergrund. Diese Kriterien sind insbesondere bei Anlageformen, die aufgrund ihrer Charakteristika nicht (börsen-)täglich gehandelt werden können, von besonderem Interesse, da eine kurzfristige Modifikation/Umschichtung des Investments nicht möglich ist.

⁸¹ Nach Vorgaben des § 260 Abs. 3 Nr. 3 KAGB ist eine langfristige maximale Kreditaufnahme in Höhe von 30 % der Verkehrswerte zulässig, wenn dies in den Anlagebedingungen niedergeschrieben ist, die Kreditaufnahme mit einer ordnungsgemäßen Bewirtschaftung vereinbar ist und die Konditionen marktüblich sind. Nach Scope Analysis GmbH (2018b), S. 8 ist die Fremdfinanzierungsquote von offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren auf 13,6 % gesunken.

⁸² Nach § 263 Abs. 1 Satz 1 KAGB dürfen geschlossene AIF-Kredite nur bis zu 150 % des aggregierten zugesagten Kapitals aufnehmen. Auch hier gilt, dass die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich zu sein haben und dies in den Anlagebedingungen entsprechend niedergelegt ist.

⁸³ Vgl. Lüdicke (2013), S. 1 ff.

Die Direktinvestition in Immobilien und grundstücksgleiche Rechte (Erbbaurecht) ist bis heute die klassische Form der Immobilienanlage.⁸⁴ Der Direkterwerb hat den Vorteil, dass der Kapitalanleger die Kontrolle über das von ihm erworbene Anlagegut behält. Die Selbstbestimmung für den Zeitpunkt des Erwerbes und des Verkaufes ist in der Regel mit großen Erfolgchancen verbunden. Gleichzeitig besteht, anders als bei indirekten Immobilienanlagen, Aktien, Anleihen etc. die Möglichkeit einer aktiven Wertsteigerung und Wertschöpfung, da die Immobilie unter direkter Kontrolle des Eigentümers steht. Beides aber setzt voraus, dass der Investor über die nötigen Kompetenzen und Marktkenntnisse verfügt sowie Erfahrung im Bereich der aktiven Immobilien(-projekt-)entwicklung bzw. der Bewirtschaftung hat.⁸⁵

Direktinvestments sind, insbesondere für Kapitalanleger mit begrenztem verfügbarem Kapital und sehr geringem Immobilienbestand, mit Nachteilen behaftet, wobei vor allem das Klumpenrisiko und die eingeschränkte Liquidität zu nennen sind.⁸⁶ Deshalb ist für diese Investorengruppe ein indirektes Immobilieninvestment oft die bessere Wahl. Mit Hilfe indirekter Immobilienanlagen wird ein nur sehr eingeschränkt liquides Investment in ein oft sogar (börsen-)täglich handelbares Produkt transformiert. Der Vorteil der Stabilisierung des Portfolios

⁸⁴ Rational betrachtet macht das Investieren in direkte Immobilienanlagen aus Rendite-/Risikogesichtspunkten für Kleinanleger keinen Sinn. Gleichwohl nimmt das Bruttoanlagevermögen privater Haushalte seit Jahren stetig zu. Deutlich mehr als 95 % des in Deutschland belegenen Immobilienbesitzes wird direkt gehalten (dazu Walz und Walbröhl (2005), S. 180). Zur Entwicklung von direkten und indirekten Anlagevermögen in Deutschland siehe Kapitel 2.4.

⁸⁵ Vgl. Schulte und Holzmann (2005), S. 37 f.

⁸⁶ Kapital steht Eigennutzern und (privaten) Kapitalanlegern üblicherweise nur in begrenztem Maß zur Verfügung. Aufgrund des hohen Kapitalbedarfes für den Erwerb eines Eigenheimes, einer Eigentumswohnung oder eines Mehrfamilienhauses und der nachfolgend erläuterten Risiken ist die Direktanlage in Immobilien für Eigennutzer und Kapitalanleger eigentlich eher ungeeignet. Der Erwerb bindet teilweise das gesamte zur Verfügung stehende Vermögen und muss durch die Aufnahme von Fremdkapital ergänzt werden. Das begrenzt zur Verfügung stehende Kapital ist damit nur in einer Immobilie, ggf. in wenigen Immobilien gebunden. Im Fall eines Verlustgeschäftes gibt es keine oder kaum eine Risikoverteilung, und der Kapitalanleger verliert unter Umständen sein (gesamtes) eingesetztes Kapital. Ein plötzlich auftretender Bedarf an liquiden Mitteln stellt Direktanleger vor Herausforderungen; in kritischen Situationen muss das Anlageobjekt (ggf. in einem schlechten Marktumfeld und unter entsprechendem Zeit- und Preisdruck) veräußert werden. Doch nicht nur hinsichtlich des eingesetzten Kapitals und des damit verbundenen Klumpen- und Liquiditätsrisikos geht ein Kapitalanleger erhebliche Risiken beim Direkterwerb ein. Bereits für die Anbahnung des Erwerbes bedarf es umfangreicher Informationen sowie marktwirtschaftlicher, technischer und juristischer Fachkenntnisse, um das Anlageobjekt zu erwerben und sich dabei keine Nachteile einzuhandeln. Dieses Fachwissen aber besitzen Eigennutzer und private Kapitalanleger eher selten, was ihr Risiko deutlich erhöht. Siehe dazu auch Sebastian et al. (2012), S. 1.

bleibt erhalten, während kundige Immobilienfachleute den Kauf und Verkauf des Objektes sowie dessen Verwaltung übernehmen.⁸⁷

Es gibt verschiedene Formen der indirekten Immobilienanlage. Unterschiede bestehen in den Volumen und in der Expertise der Anleger, auf die das jeweilige Investmentprodukt zugeschnitten ist. In jedem Fall sammeln institutionelle Anleger das Geld mehrerer einzelner Anleger und investieren es gebündelt in den Erwerb und die Bewirtschaftung von Immobilien.⁸⁸ Bei einer Beteiligung über eine indirekte Immobilienanlage erwirbt der Anleger nicht die Immobilie selbst, sondern beteiligt sich über den Erwerb eines Anteils bzw. einer Aktie an einer Gesellschaft, die hauptsächlich in Immobilien oder grundstücksgleiche Rechte investiert.⁸⁹

In Deutschland stehen im Wesentlichen der offene Immobilienfonds, der geschlossene Immobilienfonds, die Immobilienaktiengesellschaft und seit 2007 auch der Real Estate Investment Trust (REIT) zur Verfügung.⁹⁰ REITs konnten am deutschen Markt bis dato keine bedeutende Stellung einnehmen.⁹¹ Im internationalen Vergleich haben deutsche indirekte Immobilienanlagen einen vergleichsweise hohen Stellenwert mit anwachsenden Investitionsvolumen.⁹²

⁸⁷ Vgl. Klug (2009), S. 7.

⁸⁸ Indirekten Immobilienanlagen haben wichtige volkswirtschaftliche Funktionen. U. a. fungieren sie als Kapital-sammelstelle. Sie sammeln das am Markt zur Verfügung stehende Kapital einzelner Anleger ein und transferieren es in eine Verwendung. Gleichzeitig kann indirekten Immobilienanlagen eine höhere Effizienz beim Investieren von Geldern und einer Reduktion von Risiken zugesprochen werden. Spezialisierte Intermediäre können einen Auswahl- und Ankaufprozess sowie die nachgelagerte Bewirtschaftung und Instandhaltung aufgrund von Skaleneffekten und ihrer vorhandenen Expertise wesentlich effizienter und kostengünstiger darstellen, als es einem Direktanleger in Eigenregie möglich wäre. Siehe hierzu auch Kapitel 2.2.

⁸⁹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 1.

⁹⁰ Zu den indirekten Anlageformen siehe auch Walz und Walbröhl (2005), S. 180 ff.; vgl. Rebitzer (2016), S. 22 f. und 31. ff.; vgl. Klug (2009), S. 6.

⁹¹ Vgl. auch Abbildung 6.

⁹² Vgl. Deutsch (2010), S. 2; vgl. auch Kapitel 2.4.

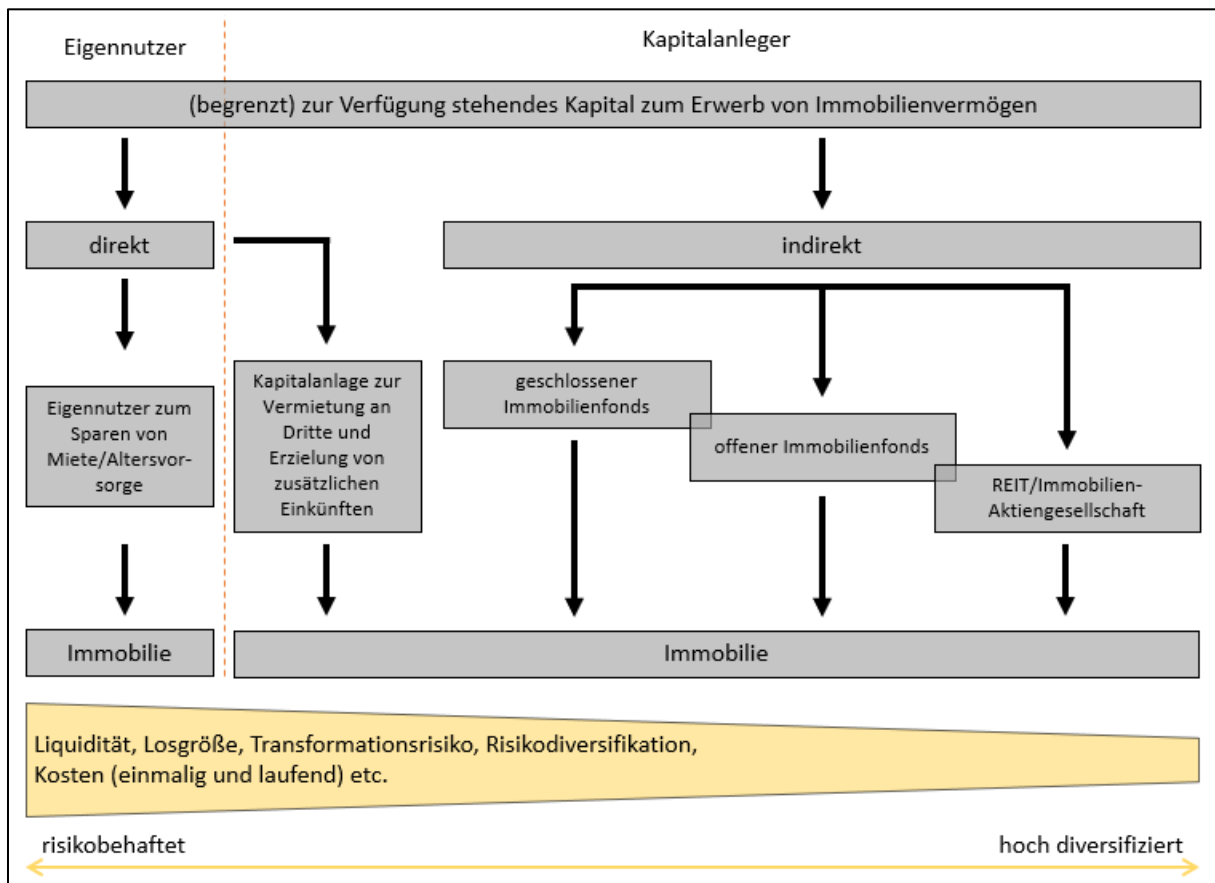


Abbildung 5: Die Immobilie als direktes und indirektes Anlageobjekt⁹³

2.3.1. Der offene Immobilienfonds

Bei einem offenen Immobilienfonds handelt es sich heute – anders als bei wertpapierorientierten Fondsarten – um ein rechtlich unselbstständiges Immobiliensondervermögen nach §§ 230 ff. KAGB,⁹⁴ das wesentliche Teile seines ihm zur Verfügung stehenden Vermögens unter dem Aspekt der Risikostreuung und Gewinnerzielung (dauerhafte Erträge und Wertzuwächse) in Immobilien (bebaute und unbebaute Grundstücke) investiert.

Der Bereich der offenen Immobilienfonds lässt sich in Publikums- und Spezialfonds unterteilen. Letzteres Anlagevehikel ist dabei nur institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltern vorbehalten.⁹⁵ Die größte Anlegergruppe in Deutschland bilden dabei inländische Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen

⁹³ Quelle: eigene Darstellung.

⁹⁴ Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 171.

⁹⁵ Vgl. Trübstein (2012), S. 255; vgl. Klug (2009), S. 195.

(insbesondere Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke).⁹⁶ Die maximale Anzahl an Anlegern ist bei Spezialfonds zumeist begrenzt. Daraus resultiert, dass die Mindestanlagesumme im Vergleich zu Publikumsfonds entsprechend höher sein muss. Publikumsfonds können sowohl von privaten als auch von institutionellen Investoren gezeichnet werden.⁹⁷ Der Anleger erwirbt über die Zeichnung eines Anteilsscheines Miteigentum am Sondervermögen des Fonds. Die Ausgabe von Anteilsscheinen an einem Publikumsfonds ist hingegen nahezu unbegrenzt möglich, was zur Folge hat, dass die Anzahl der ausgegebenen Anteilsscheine und damit das Fondsvolumen ständig variieren.⁹⁸

Das Sondervermögen eines offenen Immobilienfonds wird von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft treuhänderisch verwaltet;⁹⁹ das Vermögen der Anleger wird getrennt vom Vermögen der Fondsgesellschaft von einer Verwahrstelle verwahrt. Im Fall einer Insolvenz der Fondsgesellschaft sind die Vermögensgegenstände somit von der Konkursmasse getrennt, was die Sicherheit der Anleger erhöht. Fondsgesellschaften sind dazu verpflichtet, ausschließlich im Interesse ihrer Anleger zu agieren. Offene Immobilienfonds unterliegen in Deutschland der staatlichen Aufsicht. Das Einhalten der gesetzlichen Rahmenbedingungen wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) streng überwacht. Die rechtlichen Grundlagen für offene Spezial- und Publikumsfonds finden sich im Kapitalanlagegesetz (KAGB), im Investmentgesetz (InvG) und dem Investmentsteuergesetz (InvStG).¹⁰⁰

Bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht konnte ein Anteilsschein an einem offenen Publikumsfonds nahezu (börsen-)täglich gehandelt werden. In Reaktion auf die Finanz- und Weltwirtschaftskrise wurden im KAGB verschiedene Regelungen zur Liquidität, der Kreditaufnahme, zum Risikomanagement, zur Bewertung sowie zur Ausgabe und Rücknahme von Anteilen verankert.¹⁰¹ Im Sinne des Anlegerschutzes soll so Liquiditätsengpässen

⁹⁶ Vgl. Rehkugler (2009), S. 196.

⁹⁷ Vgl. Trübstein (2012), S. 255; vgl. Strunkheide (2004), S. 16.

⁹⁸ Vgl. Brauer (2019), S. 332; vgl. auch Lindmayer und Dietz (2015), S. 171.

⁹⁹ Nach § 17 Abs. 1 KAGB sind Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) Unternehmen mit satzungsmäßigem Sitz und Hauptverwaltung im Inland, deren Geschäftsbetrieb darauf ausgerichtet ist, inländische Investmentvermögen, EU-Investmentvermögen oder ausländische AIF zu verwalten.

¹⁰⁰ Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019b).

¹⁰¹ Vgl. insbesondere §§ 236–260 KAGB; vgl. auch Lindmayer und Dietz (2015), S. 171. Zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht und damit zur Umsetzung des KAGB siehe ausführlich Kapitel 4.

vorgebeugt, Immobilienfonds in turbulenten Zeiten mehr Stabilität verliehen, die Anteilsrücknahme koordiniert und strukturiert sowie das Vertrauen der Anleger gefestigt werden.¹⁰²

Auch volkswirtschaftlich betrachtet macht die Regelung Sinn, da sie neben dem Anlegerschutz auch dem Kapitalerhalt dient. Um Anteilsscheine zurücknehmen zu können, bedarf es „frischer“ Liquidität. Diese kann mit Hilfe von Ausschüttungsstopps (poolen von zukünftigen Cashflows) oder durch den (strukturierten) Verkauf von Vermögensgegenständen generiert werden.¹⁰³

Mittels offener Immobilienfonds können Kapitalanleger die Losgröße von Immobilienanlagen erheblich transformieren¹⁰⁴ und eine optimierte Risikodiversifikation herbeiführen. Aufgrund der Größe von Investmentvermögen, einhergehend mit dem meist nationalen, teilweise europäischen oder internationalen Anlagehorizont bei (teilweise) unterschiedlich ausgestalteten Anlageprodukten, ist das von den Anlegern eingesammelte Kapital optimal diversifiziert.¹⁰⁵ Durch das von den Anlegern zur Verfügung gestellte große Volumen sind die Fondsmanager in der Lage, mehrere Objekte nach verschiedenen Kriterien auszuwählen. So kann neben der

¹⁰² Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 171. Anleger haben im Zuge der Finanz- und Weltwirtschaftskrise innerhalb kürzester Zeit große Summen aus offenen Immobilienfonds abgezogen, was dazu führte, dass der Handel mit offenen Immobilienfonds teilweise ausgesetzt werden musste, um größere Verwerfungen am Immobilienmarkt zu verhindern. Anleger offener Immobilienfonds müssen bei der Rückgabe von Anteilen seit Umsetzung der AIFM-Richtlinie nun Folgendes beachten: Es gilt eine Rückgabeankündigungsfrist von zwölf Monaten und eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten. Kapitalanleger, die diese Regularien umgehen möchten, können die von ihnen gehaltenen Anteile an der Börse zum Verkauf anbieten. Ob und zu welchem Kurs die Anteile dort gehandelt werden, hängt aber allein von Angebot und Nachfrage ab. Diese Regelung gilt für Anteile, die nach dem 21.07.2013 erworben wurden. Anleger, die ihre Anteile vor dem 01.01.2013 erworben haben, können pro Halbjahr Anteile bis zu einer Höhe von 30.000 EUR zurückgeben. Für Beträge, die höher als 30.000 EUR sind, gilt ebenfalls eine zwölfmonatige Ankündigungsfrist. Anleger, die Anteile zwischen dem 01.01.2013 und dem 21.07.2013 erworben haben, können Anteile bis zu einem Gegenwert von 30.000 EUR pro Halbjahr veräußern. Für darüberhinausgehende Beträge gilt eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten nebst zwölfmonatiger Rückgabekündigungsfrist. Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 171. Vgl. § 255 Abs. 3 KAGB.

¹⁰³ Immobilien lassen sich in der Regel unter Zeitdruck bzw. in einem schlechten Marktumfeld nur mit Preisabschlägen verkaufen, insbesondere dann, wenn potenzielle Käufer wissen, dass die feilgebotenen Immobilien so schnell wie möglich verkauft werden sollen. Zudem können mehrere größere Finanzintermediäre, die gleichzeitig Immobilien am Markt zum Verkauf anbieten, bereits vorhandene Marktverwerfungen noch weiter befeuern. Mit dem strukturierten Verkauf hingegen können Vermögenswerte erhalten und Marktturbulenzen reduziert werden.

¹⁰⁴ Sind für den Direkterwerb von Eigentumswohnungen mehrere hunderttausend Euro, für gewerbliche Immobilien mehrere Mio. Euro nötig, so kann sich ein Privatanleger mit seinem begrenzt zur Verfügung stehenden Kapital an einem offenen Immobilienfonds meist schon mit Beträgen ab 25 EUR beteiligen.

¹⁰⁵ Weitere Diversifikation ist möglich, z. B. nach Immobilienarten (Wohnen, Gewerbe, Handel, Lager und Logistik, Hotel etc.), nach Größe und Bonität der Mieter, nach Laufzeiten der Mietverträge, den regionalen Investitionsschwerpunkten etc.

geografischen Verteilung auch auf eine ausgewogene Streuung der Objekte nach den Merkmalen Größe, Nutzungsart, Branche der Mieter und Alter der Immobilien geachtet werden.¹⁰⁶

Sofern Ausgabeaufschläge verlangt werden, liegen diese zumeist im geringen einstelligen Prozentbereich. Die auf die Anleger entfallenden laufenden Managementgebühren werden aufgrund von Skaleneffekten auf ein Minimum reduziert, sodass auch diese im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen.¹⁰⁷

2.3.2. Die Immobilienaktiengesellschaft

In Ländern wie Großbritannien, den Niederlanden, Frankreich, Australien, Japan und den USA spielt die Immobilienaktiengesellschaft (Immobilien-AG) eine bedeutende Rolle im Bereich der indirekten Immobilienanlagen.¹⁰⁸ Es handelt sich um Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft. Im Gegensatz zu den REITs ist die Immobilien-AG in Deutschland nicht gesetzlich definiert. Es existieren keine gesetzlichen und steuerlichen Besonderheiten, um Immobilien-AGs von anderen Aktiengesellschaften abzugrenzen.¹⁰⁹ Es handelt sich um börsennotierte Unternehmen, die hauptsächlich Erträge (über 75 %) mit der Vermietung und Verpachtung, der Projektentwicklung oder dem Verkauf von Bestandsimmobilien nebst entsprechenden Nebenleistungen erwirtschaften.¹¹⁰ Spätestens mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie hat die Immobilien-AG spürbar an Attraktivität gewonnen und ist heute mit einer Marktkapitalisierung von rd. 70,5 Mrd. EUR die zweitwichtigste Anlageklasse indirekter Immobilienanlagen.¹¹¹ Mit der Verbriefung von Immobilienvermögen in Aktien können zahlreiche, zuvor als unattraktiv erkannte, Eigenschaften umgangen werden.¹¹² Eine entsprechende Liquidität an

¹⁰⁶ Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019b).

¹⁰⁷ Nach MiFiD II müssen offene Immobilienfonds die jährlich anfallenden Produktkosten offenlegen. Mikosch (2018) weist laufende Kosten zwischen 1 % und 5 % aus. Hierunter fallen neben der Verwalter- und Verwahrstellenvergütung auch laufende Kosten des Produktes (Betriebs- und Instandhaltungskosten, Immobilienverwaltung, Kreditzinsen, laufende Kosten der Immobiliengesellschaften etc.).

¹⁰⁸ Vgl. Matthey (2005), S. 141.

¹⁰⁹ Vgl. Schäfer et al. (2016), S. 110. Üblicherweise erfolgt die Abgrenzung anhand des primären Unternehmenszweckes.

¹¹⁰ Vgl. Trübestein (2012), S. 36; vgl. Schäfer et al. (2016), S. 110 f.; vgl. Kurzrock (2012), S. 627. Reine Dienstleistungs- und Bauunternehmen, Makler und Betreiber von Immobilien (Hotels, Residenzen etc.) zählen nicht dazu. Siehe hierzu Klug (2009), S. 25.

¹¹¹ Zur Entwicklung indirekter Immobilienanlagen in Deutschland vgl. Kapitel 2.4 und Abbildung 6.

¹¹² Vgl. Schäfer et al. (2016), S. 111.

den Börsenplätzen vorausgesetzt, handelt es sich bei Immobilienaktien um ein täglich handelbares und damit sehr liquides Immobilienvermögen, weshalb mit der Verbriefung von Immobilienanlagen in Aktien die größtmögliche Fristentransformation gelingt. Dies dürfte ebenfalls zum sprunghaften Anstieg der Marktkapitalisierung seit 2013 beigetragen haben. Die Fungibilität der Unternehmensanteile ist bedingt durch den Umfang des Streubesitzes. Bei einigen Immobilien-AGs ist ein größerer Anteil der Aktien in den Händen weniger Anleger konzentriert.¹¹³

Durch eine Beteiligung an einer Immobilien-AG gelingt es, die Losgröße eines Immobilieninvestments in die kleinstmögliche handelbare Einheit einer Immobilie zu transformieren.¹¹⁴ Hinzu kommt, dass aufgrund der (börsen-)täglichen Handelbarkeit eine Reaktion auf kurzfristige Trends möglich ist. Beim Erwerb von Immobilienaktien sind mit der Börsencourtagage und einer Depotgebühr vergleichsweise geringe Nebenkosten zu zahlen. Verglichen mit einem Direktinvestment (bei dem Grunderwerbsteuer, Makler- und Notargebühren etc. fällig werden) oder dem Erwerb von Anteilen an offenen und geschlossenen Immobilienfonds (mit Ausgabeaufschlägen zzgl. weicher Kosten) stellt sich die Kostenstruktur als sehr attraktiv dar.¹¹⁵ Auch bei Immobilien-AGs ist davon auszugehen, dass eine wesentlich kostengünstigere und effizientere Bewirtschaftung aufgrund des zwischengeschalteten Intermediäres mit dessen entsprechendem Spezialwissen gegeben ist.

Wie bei regulären Aktiengesellschaften auch wird die Rendite über die Kurssteigerung sowie die Dividende dargestellt. Die Bewertung des Unternehmenswertes erfolgt zunächst, wie bei jedem börsennotierten Unternehmen, durch den Markt über Angebot und Nachfrage und den daraus resultierenden Preis einer Aktie. Multipliziert man den am Markt gebildeten Wert einer Aktie mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien, so erhält man den daraus resultierenden Unternehmenswert. Die Bewertung ist daher Kursschwankungen ausgesetzt. Maßgeblich gestützt wird der Preis einer Aktie durch den Net Asset Value, der sich aus der Differenz der Marktwerte des (Anlage-)Vermögens und den Schulden der jeweiligen Gesellschaft ergibt. Es

¹¹³ Vgl. Schäfer et al. (2016), S. 111.

¹¹⁴ Eine Beteiligung an einer Aktiengesellschaft war zum 28.12.2018 bereits mit 0,02 EUR je Anteilsschein möglich. Dabei handelte es sich um den Aktienkurs der GWB Immobilien AG. Anteilsscheine anderer Aktiengesellschaften waren ebenfalls unter 1,00 EUR je Anteilsschein zu erwerben.

¹¹⁵ Vgl. Schäfer et al. (2016), S. 111.

handelt sich dabei um das Reinvermögen, ggf. bereinigt um den Betrag der stillen Reserven. Vor diesem Hintergrund kann eine Beteiligung an einer Immobilienaktiengesellschaft als relativ sicheres Investment erachtet werden.¹¹⁶

Hinsichtlich der steuerlichen Handhabung unterscheiden sich Immobilienaktiengesellschaften im Vergleich zu den übrigen indirekten Immobilienanlagen erheblich.¹¹⁷ Auf die steuerlichen Besonderheiten wird an dieser Stelle aber nicht weiter eingegangen, da dies im Rahmen dieser Arbeit zu weit führen würde.

2.3.3. Der Real Estate Investment Trust

Bei den seit dem 01.01.2007 in Deutschland zugelassenen Real Estate Investment Trusts (REITs) handelt es sich um eine aus steuerlicher Sicht besonders ausgestaltete Form von börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften.¹¹⁸ Grundsätzlich unterliegen REITs, wie Aktiengesellschaften auch, den Regularien des Aktiengesetzes (AktG) und des Handelsgesetzbuches (HGB). Die speziell für REITs geltenden Regelungen sind im REIT-Gesetz (REITG) verankert.¹¹⁹

Ein REIT muss zwingend an einer Börse innerhalb der EU notiert sein und seinen Sitz in Deutschland haben.¹²⁰ Nach § 1 Abs. 1 REITG hat sich der Unternehmensgegenstand auf den Erwerb von Eigentum an in- und ausländischen Immobilien (mit Ausnahme von Bestandsmietwohnimmobilien)¹²¹ und der Verwaltung und Veräußerung zu konzentrieren.¹²² Außerdem kann ein deutscher REIT Anteile an anderen (indirekten) Immobiliengesellschaften erwerben, halten oder veräußern. Der Handel mit unbeweglichem Vermögen ist per Gesetz ausgeschlossen.¹²³ Neben dem festgeschriebenen Unternehmenszweck müssen die börsennotierten

¹¹⁶ Vgl. Schäfer et al. (2016), S. 111.

¹¹⁷ Vgl. Falk (2004), S. 438; vgl. auch Schäfer et al. (2016), S. 111 und Rehkugler (2009), S. 17.

¹¹⁸ Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 23 vom 28.05.2007, S. 914 ff.; vgl. auch Kurzrock (2012), S. 628.

¹¹⁹ Vgl. Voigtländer et al. (2013), S. 94.

¹²⁰ §§ 6–12 REITG.

¹²¹ Zum Schutze der Mieter sind alle vor dem 01.01.2007 erbauten und im Inland gelegenen Mietwohnimmobilien (sog. Bestandswohnimmobilien) laut dem REITG vom Erwerb ausgeschlossen.

¹²² Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 303.

¹²³ Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 303.

Aktiengesellschaften weitere folgende Voraussetzungen erfüllen, um in Deutschland als REIT eingestuft zu werden:

- Eine Mindestausschüttung nach § 13 REITG in Höhe von mindestens 90 % des ausschüttungsfähigen Gewinns.
- Ein deutlicher Anlageschwerpunkt in Immobilien: Die Untergrenze für den Anteil der Einkünfte sowie der Immobilienanteil des Anlagevermögens müssen gemäß § 12 REITG jeweils bei 75 % liegen.
- Eine Mindeststreuung des Aktienbesitzes: Gemäß § 11 REITG ist sicherzustellen, dass 15 % der Aktien dauerhaft von Aktienären gehalten werden, die nicht mehr als 3 % der Aktien auf sich vereinen. Kein einzelner Aktionär darf mehr als 10 % des Aktienanteils halten. Zum Zeitpunkt der Börsenzulassung müssen sich mindestens 25 % der Aktien in Streubesitz befinden.
- Der Ausschluss des Immobilienhandels: § 14 REITG zielt auf die passive Immobilienbewirtschaftung ab. Der Geschäftszweck der REIT-Gesellschaft darf ausschließlich das Halten und die Bewirtschaftung des Immobilienbestandes sein. Ein Handel mit Immobilien ist ausgeschlossen bzw. stark Einschränkungen unterworfen. So dürfen REIT-Gesellschaften innerhalb von fünf Jahren nur die Hälfte ihre Immobilienbesitzes veräußern und innerhalb einer Zehnjahresfrist den gesamten Immobilienbestand einmal austauschen.
- § 15 REITG sieht ferner eine Mindesteigenkapitalquote in Höhe von 45 % für REIT-Gesellschaften vor.

Steuerlich genießen REITs in Deutschland im Vergleich zu anderen Gesellschaften eine Sonderbehandlung. Auf Ebene des REITs werden keine Steuern erhoben, solange die zuvor erläuterten Kriterien erfüllt sind. Die Steuerfestsetzung erfolgt dann auf Ebene der Aktionäre im Rahmen der Einkommenssteuererklärung.¹²⁴ Die Ausschüttungen des REITs gehören zu den Einkünften aus Kapitalanlagevermögen im Sinne des § 20 Abs. 1 EStG und unterliegen damit

¹²⁴ Vgl. Kurzrock (2012), S. 629, vgl. auch Trübstein (2012), S. 166.

auf Ebene des Anlegers der Abgeltungssteuer (25 % zzgl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer).¹²⁵

Die Einführung des REITs als indirekte Immobilienanlage war ein bedeutender Schritt, um ein international bereits etabliertes Anlagevehikel auf dem deutschen Markt einzuführen.¹²⁶ Die teilweise umfangreichen Prognosen und Erwartungen wurden vom Anlagevehikel bis dato nicht erfüllt. Dies ist einerseits auf die teilweise extremen Kursrückgänge der Immobilienaktiengesellschaften bis ins Jahr 2010 zurückzuführen,¹²⁷ andererseits ist die in Deutschland zugelassene Form des REITs in seiner heutigen rechtlichen und steuerlichen Ausgestaltung im internationalen Vergleich kaum durchsetzungsfähig.¹²⁸

Die Preisbildung der Anteilsscheine erfolgt analog zu der Aktiengesellschaft. Hinsichtlich der Eigenschaften Losgröße, Fristen- und Risikotransformation ähnelt der REIT der Immobilienaktiengesellschaft in weiten Teilen. Mit einer Marktkapitalisierung von rd. 3,7 Mrd. EUR verteilt auf sieben Gesellschaften bildet der REIT innerhalb der indirekten Immobilienanlagen in Deutschland das Schlusslicht und spielt damit sowohl national als auch international keine bedeutende Rolle.¹²⁹

2.4. Die Entwicklung von Anlagevolumen indirekter Immobilienanlagen

Innerhalb der indirekten Immobilienanlagen waren bis zu den Krisenjahren 2008/2009 und spätestens bis zur Einführung der AIFM-Richtlinie und ihrer Umsetzung in deutsches Recht der offene und der geschlossene Immobilienfonds die wohl etabliertesten Anlageformen. Auf beide Anlageprodukte zusammen entfiel der überwiegende Teil der in Deutschland getätigten

¹²⁵ Vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 303. Im Vergleich dazu werden die Erträge einer Immobilien-AG auf Unternehmensebene mit Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer belegt. Der Steueranteil auf Ebene der Gesellschaft beträgt $\pm 30\%$, sodass rd. 70 % der erwirtschafteten Erträge für Dividendenzahlungen zur Verfügung stehen. Die Dividende der Immobilien-AG ist auf Anlegerebene wiederum mit der Abgeltungssteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) zu belegen, sodass sich kumulativ eine Steuerlast von rd. 50 % ergibt.

¹²⁶ Vgl. Voigtländer et al. (2013), S. 94. Zu den Marktvolumen aus internationaler Sicht vgl. auch Trübstein (2012), S. 164 f.

¹²⁷ Vgl. Kapitel 2.4 und Abbildung 6. Immobilien-AGs und REITs haben bis 2010 kaum eine bedeutende Rolle gespielt. Vgl. auch Sotelo (2010), S. 90.

¹²⁸ Vgl. Sotelo (2010), S. 90.

¹²⁹ Zur Marktkapitalisierung deutscher REITs vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c). Vgl. auch Kapitel 2.4 und Abbildung 6.

indirekten Immobilieninvestments.¹³⁰ Offene Immobilienfonds wurden seit 1959 aufgelegt und haben seitdem sowohl hinsichtlich Anzahl wie Anlagevolumen stetig zugewonnen. Weil der seinerzeit gesetzlich vorgeschriebene Bodensatz an freier Liquidität in der Finanz- und Weltwirtschaftskrise nicht ausreichte, die notwendige Liquidität zur Anteilsrücknahme bereitzustellen, musste der Handel mit den Anteilen einiger offener Immobilienfonds ausgesetzt werden, sodass die offenen Immobilienfonds dazu genutzt werden konnten, durch (Zwangs-)Verkäufe entsprechende Liquidität für die Anteilsrücknahme bereit zu stellen. Immobilien in Zeiten fallender Preise unter Druck veräußern zu müssen, befeuert den Werteverfall exponentiell, da die realen, in einem stabilen Marktumfeld erzielbaren Immobilienwerte nicht erlöst werden können. Insgesamt 18 offene Immobilienfonds mit einem verwalteten Vermögen von rd. 26 Mrd. EUR haben die Finanzkrise nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers nicht überlebt, wurden geschlossen oder befinden sich derzeit in der Abwicklung.¹³¹ Gleichwohl wuchs das Anlagevermögen offener Immobilienpublikumsfonds von 1998 bis zum Stichtag am 31.12.2018 von rd. 43 auf 98 Mrd. EUR an, womit sich das investierte Anlagevermögen in den letzten 20 Jahren mehr als verdoppelt hat.¹³² Der offene Immobilienfonds stellt heute die größte Anlageklasse im Bereich der indirekten Immobilienanlagen dar.

Zwischen 1993 und 2006 bewegte sich das jährlich in geschlossene Immobilienfonds investierte Fondsvolumen zwischen 8 und 14 Mrd. EUR.¹³³ Insbesondere infolge Anreize seitens der Politik konnte Mitte der 1990er Jahre ein sprunghafter Anstieg des platzierten Fondsvolumens verzeichnet werden. Die durch die Steuersparmodelle und Mietsubventionen künstlich geschaffene erhöhte Nachfrage fand in den Jahren 1998 und 1999 mit einem jährlichen emittierten Fondsvolumen von nahezu 14 Mrd. EUR ihren Höhepunkt. Fortschreitende gesetzliche und steuerliche Änderungen aber machten Investments in geschlossene Immobilienfonds schon vor der Finanzkrise zunehmend unattraktiv. Mit Einsetzen der Wirtschaftskrise 2007

¹³⁰ Vgl. Loritz und Pfnür (2006), S. 174. Zur Veranschaulichung der Marktvolumen indirekter Immobilienanlagen siehe auch Abbildung 6.

¹³¹ Zur Abwicklung von offenen Immobilienfonds vgl. auch Scope Analysis GmbH (2018a), S. 1 ff.; vgl. Lindmayer und Dietz (2015), S. 171.

¹³² Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019a), S. 69.

¹³³ Zu den Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds siehe Kapitel 2.5.1. Über das tatsächliche Marktvolumen kann nur eine begrenzte Aussage getroffen werden, da es sich bei den verfügbaren Zahlen nur um eine Teilerhebung handelt.

verloren geschlossene Immobilienfonds im Vergleich zu den übrigen indirekten Immobilienanlagen nahezu an Bedeutung; das platzierte Fondsvolumen ging zurück und pendelt sich für die Jahre 2009 bis 2013 auf nur noch 4 bis 5 Mrd. EUR ein. Seit Umsetzung der AIFM-Richtlinie 2013 sind die jährlichen Platzierungszahlen rückläufig und haben das Niveau der Vorjahre nicht wieder erreicht.¹³⁴ Das platzierte Eigenkapital in den Jahren 2015 bis 2017 lag deutlich unter 2 Mrd. EUR und hat erst 2018 wieder ein Volumen von rd. 2,3 Mrd. EUR erreicht.¹³⁵

Den beiden Anlageinstrumenten Immobilienaktiengesellschaft und Real Estate Investments Trust (REIT) wurden aufgrund des reinen Anlagevolumens, das sie auf sich vereinen, auf dem deutschen Immobilienmarkt bis 2010 eine eher untergeordnete Rolle beigemessen.¹³⁶ Deutsche Immobilienaktiengesellschaften, die an einer deutschen Börse notiert sind und mehr als 75 % ihres Umsatzes aus Tätigkeiten mit oder rund um die Immobilie erwirtschaften, werden im deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) gelistet.¹³⁷ Deutsche Immobilienaktiengesellschaften sind im internationalen Vergleich ein recht junges Anlagevehikel im Bereich der indirekten Immobilienanlagen. Erst in den 1990er Jahren, im Zuge der allgemeinen Börseneuphorie, rückten auch sie in den Fokus von Kapitalanlegern.¹³⁸ Nachdem in den Jahren 2001 bis 2005 insgesamt 19 Unternehmen infolge von Insolvenzen und Squeeze Outs aus dem Index herausgenommen wurden, sorgten der wirtschaftliche Aufschwung bis zum Einsetzen der Finanz- und Weltwirtschaftskrise im Jahr 2007 sowie die Diskussion über die Einführung der REITs in Deutschland für einen sprunghaften Anstieg der Marktkapitalisierung. Bei nahezu gleichbleibender Anzahl der Immobilienaktiengesellschaften brach die Marktkapitalisierung im Zuge der Finanz- und Weltwirtschaftskrise um etwa 50 % ein.¹³⁹ In der darauffolgenden Dekade hat sich die Marktkapitalisierung bei einer sich verringernden Anzahl der

¹³⁴ Zu den Platzierungszahlen bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie 2013 siehe Kapitel 2.5.1. Zur Entwicklung der Platzierungszahlen nach dieser Zeit siehe Kapitel 2.5.2.

¹³⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2019c).

¹³⁶ Die Marktkapitalisierung der Anlageklasse REITs und Immobilienaktiengesellschaften betrug bis 2010 durchschnittlich 10 Mrd. EUR und spielte damit im Vergleich zu den offenen und geschlossenen Immobilienfonds nur eine untergeordnete Rolle.

¹³⁷ Vgl. hierzu die Definition der Immobilienaktiengesellschaft in Trübstein (2012), S. 36; vgl. Schäfer et al. (2016), S. 110 f.; vgl. Kurzrock (2012), S. 627. Der DIMAX wird seit 1989 vom Bankhaus ELLWANGER & GEIGER aufgelegt.

¹³⁸ Vgl. Nowak (2005), S. 108 f.

¹³⁹ Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c).

Gesellschaften nahezu verzehnfacht. Dies lässt sich unter anderem mit der positiven Entwicklung des Aktien- und Kapitalmarktes infolge der Niedrigzinspolitik der EZB erklären.¹⁴⁰ Darüber hinaus sorgten Kapitalerhöhungen verschiedener Gesellschaften (z. B. der TAG Immobilien AG) und diverse Börsengänge im selben Zeitraum für zusätzliches Wachstum. Es ist zu vermuten, dass sich durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinie, die das Investieren in offene und geschlossene Fonds stark limitiert,¹⁴¹ die Immobilienaktiengesellschaft einer stetig zunehmenden Marktkapitalisierung erfreut und heute neben den offenen und geschlossenen Immobilienfonds an Attraktivität gewonnen hat.

Heute sind 51 Unternehmen im DIMAX gelistet, wobei einige wenige große Werte den Index dominieren. Am Stichtag des 31.12.2018 entfielen mit 73,8 Mrd. EUR rd. 85 % der Marktkapitalisierung aller Immobilienwerte auf nur neun Gesellschaften.¹⁴² Der REIT hingegen spielt heute in Deutschland mit einem Anlagevolumen von rd. 3,7 Mrd. EUR nur eine äußerst untergeordnete Rolle.¹⁴³

¹⁴⁰ Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c). Vergleicht man die Entwicklung des DAX mit der Entwicklung des DIMAX, so lässt sich ein Gleichlauf der beiden Indizes feststellen. Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019b).

¹⁴¹ Zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie und der damit einhergehenden Regularien vgl. Kapitel 4.

¹⁴² Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019a). Die Titelliste des DIMAX enthält auch diverse REITs. Diese wurden bei der Ermittlung der beschriebenen Zahlen herausgerechnet.

¹⁴³ Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c).

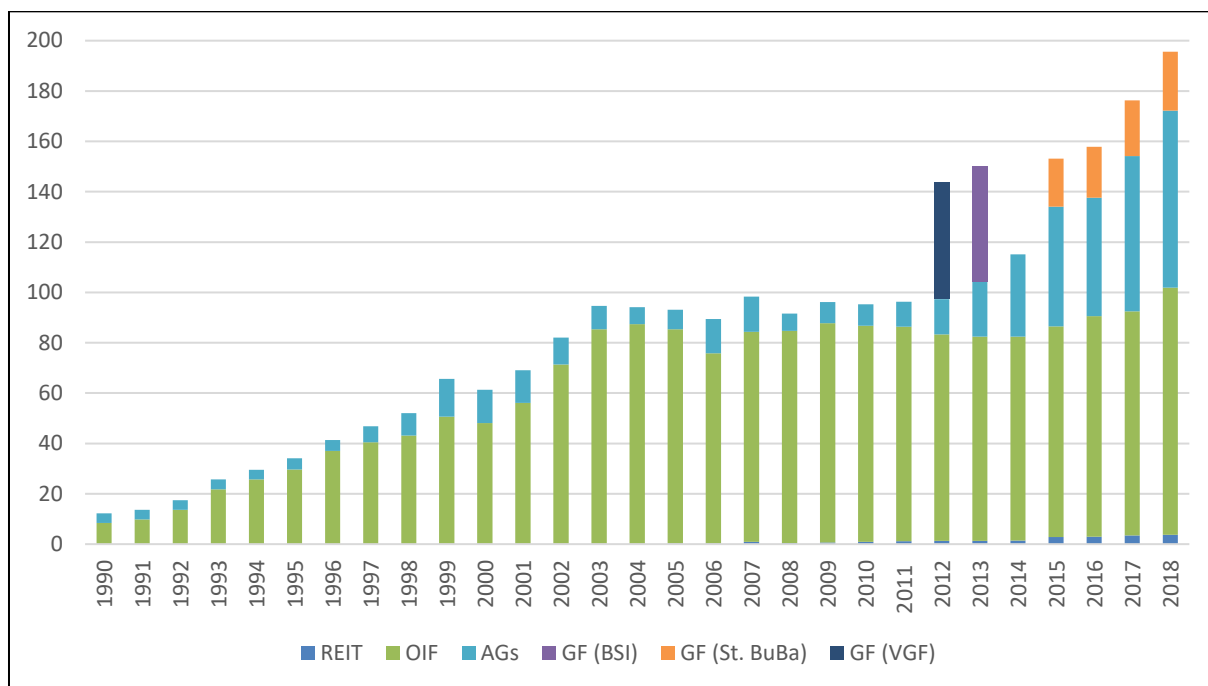


Abbildung 6: Entwicklung indirekter Immobilienanlagen in Deutschland in Mrd. EUR¹⁴⁴

2.5. Die Entwicklung von Anlagevolumen geschlossener Immobilienfonds

Sofern geschlossene Immobilienfonds nicht anhand der heutigen, regulatorischen Maßstäbe definiert werden, sondern das Konstrukt als solches betrachtet wird, lässt sich sagen, dass schon seit mehreren Jahrhunderten nach dem Prinzip des geschlossenen Fonds investiert wird. Damals wie heute finanzierten und finanzierten verschiedene Anleger gemeinschaftlich den Bau und Betrieb unterschiedlichster Güter. Vor dem Hintergrund des Grauen Kapitalmarktes und dem Mangel an Regulierung und Publikationsverpflichtungen ist eine historische Aufarbeitung der Entwicklung von platziertem Eigenkapital und Fondsvolumen nur begrenzt

¹⁴⁴ Quelle: eigene Darstellung. Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019a), S. 71; vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c). Für geschlossene Immobilienfonds wurden in der Vergangenheit lediglich jährliche Platzierungszahlen für Eigenkapital und Fondsvolumen erhoben. Lediglich für die Jahre 2012 und 2013 finden sich in den Branchenzahlen für 2012 (VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2013), Folie 32) und 2013 (Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 25) eine Zahl zu den kumulierten Marktvolumen geschlossener Immobilienfonds. Gleichwohl kann hier keine umfassende Aussage zu den Marktvolumen geschlossener Immobilienfonds getätigt werden, da es sich hierbei nur um eine Teilerhebung handelt. So sieht es auch Busse (2017), S. 904 f. Die Zahlen für die Jahre 2015 ff. stammen aus der Erhebung des Statistischen Bundesamtes. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank (2019a). Auch hierbei handelt es sich um keine Vollerhebung, da lediglich die Fondsvermögen erfasst sind, die im Rahmen der Bundesbankstatistik zu erfassen sind. Siehe dazu ausführlich Kapitel 2.5.2.

möglich, denn etliche Marktteilnehmer haben darauf verzichtet, vollumfänglich Performance-daten zu erheben und zu veröffentlichen.¹⁴⁵

Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht fallen geschlossene Immobilienfonds seit Mitte 2013 unter die Regulierungen des Kapitalanlagegesetzbuches.¹⁴⁶ Mit Erlass der Europäischen Zentralbank (EZB) vom 18.03.2013¹⁴⁷ wurden im Zuge der „Statistik über Investmentvermögen“¹⁴⁸ neben offenen Fonds erstmals auch geschlossene Investmentvermögen in die Statistik aufgenommen. Zur Statistik von Investmentvermögen berichten Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwaltete Investmentgesellschaften im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB),¹⁴⁹ sodass davon ausgegangen werden kann, dass die Transparenz der Anlageklasse hinsichtlich der Performancedaten künftig zunehmen wird.¹⁵⁰ Die früher dem Grauen Kapitalmarkt zugeordneten geschlossenen Altfonds, also geschlossene Fonds, die seit dem 22.07.2013 „keine zusätzlichen Anlagen“ mehr getätigt haben und auf die das KAGB keine Anwendung findet, sind in der Statistik nicht enthalten.¹⁵¹ Altfonds hingegen, auf welche

¹⁴⁵ Vgl. Busse (2017), S. 904 f. Insbesondere der Wirtschaftsjournalist Stefan Loipfinger hat sich in seinen Marktanalysen mit den Fondsvolumen und den jährlich platzierten Fondsvolumen geschlossener Beteiligungsmodelle intensiv auseinandergesetzt. Loipfinger ist ausgebildeter Bankkaufmann und Betriebswirt. Seit 1994 ist er als freier Wirtschaftsjournalist, Fachbuchautor und Fondsanalyst tätig. U. a. gründete er 2004 das Portal www.fondstelegramm.de (heute Teil von www.fondsprofessionell.de). Die Aufzeichnungen Loipfingers datieren aus den Jahren 1993 bis 2007. Die Statistik zu den Zahlen des jährlich platzierten Eigenkapitals sowie die Entwicklung von Fondsvolumen wurden ab 2007 im Wesentlichen vom Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (bsi) sowie dem Statistischen Bundesamt weitergeführt. Der bsi firmierte bis 2013 als Verband Geschlossener Fonds e. V. (VGF). Mit Wirkung zum 01.01.2018 wurde er in den Zentralen Immobilien Ausschuss (ZIA) integriert. Vgl. hierzu Zentraler Immobilien Ausschuss e. V. (2017). Mit seinen mehr als 60 Mitgliedsunternehmen vertrat der bsi 2013 ein Investitionsvolumen von rd. 142 Mrd. EUR, wovon rd. 49,8 Mrd. EUR auf geschlossene Immobilienfonds entfielen. Mit der Einführung des KAGB wurden durch den bsi (später durch den ZIA) oder das Statistische Bundesamt keine vergleichbaren Erhebungen zur Entwicklung geschlossener Immobilienfonds mehr durchgeführt. So auch Experte Nr. 10 (02.09.2019).

¹⁴⁶ Zu den Anforderungen an geschlossene Immobilienfonds nach dem KAGB vgl. Kapitel 4.

¹⁴⁷ Vgl. Verordnung (EU) Nr. 1073/13 vom 18.10.2013 über die Statistik über Aktiva und Passiva von Investmentfonds (EZB/2013/38) sowie der Leitlinie (EU) vom 04.04.2014 über die monetären und die Finanzstatistiken (Neufassung) (EZB/2014/15) einschl. der Änderungen gemäß Leitlinie (EU) 2017/148 der Europäischen Zentralbank vom 16.12.2016 zur Änderung der Leitlinie EZB/2014/15 über die monetären und die Finanzstatistiken (EZB/2016/45). Vgl. auch Deutsche Bundesbank (2017), S. 88.

¹⁴⁸ Zur Definition und Verwendung der „Statistik über Investmentvermögen“ vgl. auch Deutsche Bundesbank (2017), S. 88.

¹⁴⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017), S. 88. Zu den bis dato statistisch erhobenen Zahlen vgl. auch Deutsche Bundesbank (2019b).

¹⁵⁰ Vgl. Busse (2017), S. 905. So wird neben diversen Einzelthemen auch das kumulierte Fondsvolumen geschlossener Investmentvermögen erfasst. Vgl. Deutsche Bundesbank (2019a).

¹⁵¹ Zur Definition der Altgesellschaften und des Bestandsschutzes vgl. ausführlicher Kapitel 6.1.

die Regularien des KAGB anzuwenden sind und die daher durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, fließen in die Statistik der Bundesbank ein. Insofern können zwar heute Zahlen und Daten unter Einbezug eines Teils der Altfonds analysiert und interpretiert werden, der Graue Kapitalmarkt im Allgemeinen und die übrig gebliebenen Altfonds im Speziellen bleiben dabei aber außen vor und entsprechend undurchsichtig.

Weiter ist anzumerken, dass neben dem bsi auch private Anbieter (Fonds Media GmbH, Scope Group, Ferri AG etc.) Beiträge zur Erhöhung der Transparenz des Marktes geschlossener Immobilienfonds geliefert und dabei auch das Thema „Performancedaten“ aufgegriffen haben.¹⁵² Aufgrund der fehlenden Markttransparenz sind die dort erhobenen Daten aber nicht vollständig kongruent und bilden somit ebenfalls nur einen Teilmarkt ab.

2.5.1. Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds

Von 1993 bis 1995 blieben die Höhe des platzierten Eigenkapitals und ergo das Fondsvolumen nahezu gleich. Mit Einführung der Sonderabschreibung (Sonder-AfA) und dem Erlass des Fördergebietsgesetzes (FördG), den damit einhergehenden steuerlichen Verlustzuweisungen sowie der Umsetzung des ersten und zweiten Förderwegs zur Unterstützung des sozialen Wohnungsbaus ist ein sprunghafter Anstieg des platzierten Eigenkapitals sowie des platzierten Fondsvolumens zu verzeichnen.¹⁵³ Die steuerinduzierten Anreize lockten insbesondere gutverdienende Anleger. Die durch Steuersparmodelle künstlich erhöhte Nachfrage fand zwischen 1998 und 1999 mit einem emittierten Fondsvolumen von nahezu 14 Mrd. EUR ihren Höhepunkt. Aufgrund fortschreitender gesetzlicher Neuregelungen wurden diese Investments Anfang des 20. Jahrhunderts zunehmend unattraktiver, sodass viele Anleger auf andere Investitionsmöglichkeiten auswichen.¹⁵⁴

¹⁵² Vgl. Busse (2017), S. 905.

¹⁵³ Zu den politisch motivierten Anreizen siehe Kapitel 3.6.10.

¹⁵⁴ Vgl. Klug (2009), S. 20.

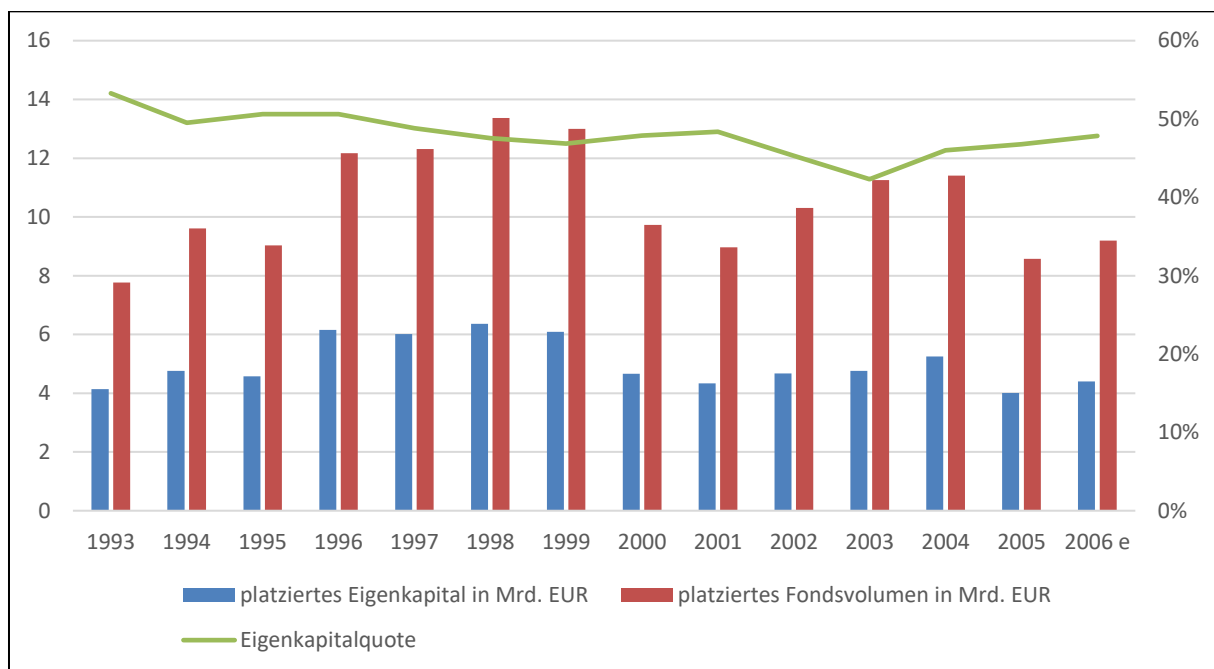


Abbildung 7: Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds in Mrd. EUR¹⁵⁵

Um die Entwicklung des platzierten Eigenkapitals und Fondsvolumens weiter fortzuschreiben, wurden Zahlen des Statistischen Bundesamts für den Zeitraum von 1999 bis 2013 (basierend auf den Zahlen des bsi) herangezogen. Die Zahlen für die sich überlappenden Jahre 1999 bis 2006 weichen geringfügig von den Zahlen des Wirtschaftsjournalisten Stefan Loipfinger ab. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der bsi nur Zahlen seiner Mitglieder veröffentlicht und keine verbandsfremden und damit nicht validierten Zahlen in die Statistik einfließen lässt.

¹⁵⁵ Quelle: eigene Darstellung. Historische Platzierungszahlen bei geschlossenen Immobilienfonds in Mrd. EUR für den Zeitraum 1993 bis 2005. Die Zahlen für 2006 wurden seinerzeit von Loipfinger geschätzt. Vgl. auch Loipfinger (2006), S. 7. Ähnliche Zahlen auch bei Scope Analysis GmbH (2013), S. 10; vgl. auch Statistisches Bundesamt (2013).

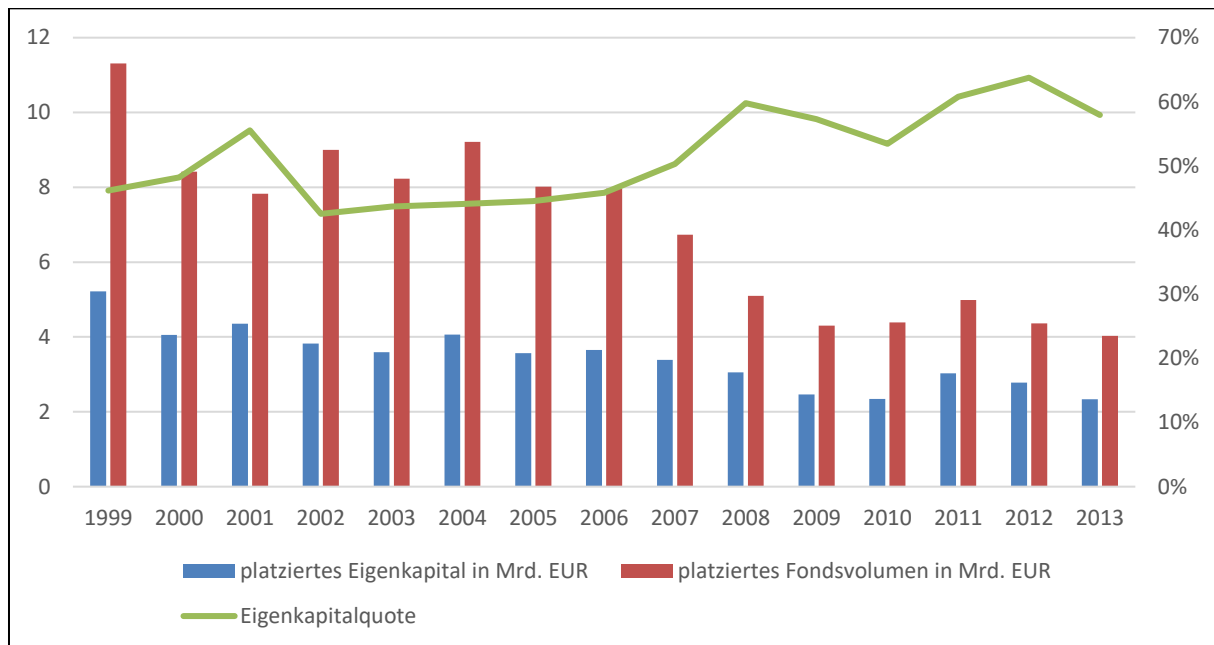


Abbildung 8: Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds in Mrd. EUR¹⁵⁶

Für die Jahre 2002 bis 2004 konnte die Branche wieder einen Anstieg der platzierten Fondsvolumen verzeichnen. Die Entwicklung ab Mitte der 2000er Jahre ist durch die weltweite Finanzkrise geprägt. Für die Jahre 2002 bis 2006 ist ein Abfall der Eigenkapitalquoten festzustellen. Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte die Niedrigzinsphase der Jahre 2003 bis 2006 sein, die einen positiven Lederiger-Effekt ermöglichte.¹⁵⁷

Auffällig sind die seit der Finanzkrise merklich gestiegenen Eigenkapitalquoten. Mögliche Ursachen sind die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken und die gestiegenen Refinanzierungssätze sowie die damit verbundenen höheren Zinsbelastungen in den Jahren nach der Krise. Gleichzeitig könnte die gestärkte Eigenkapitalbasis dazu genutzt worden sein, das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen. Diese assoziieren mit höheren Eigenkapitalquoten zu meist eine geringere Verschuldung und damit einhergehend eine höhere Sicherheit.

¹⁵⁶ Quelle: eigene Darstellung. Zahlen entnommen aus Statistisches Bundesamt (2013); vgl. auch Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 25. Ähnliche Zahlen auch bei Scope Analysis GmbH (2013), S. 10 und Statistisches Bundesamt (2013).

¹⁵⁷ Vgl. Loritz und Pfnür (2006), S. 22.

2.5.2. Der Markt für geschlossene Immobilienfonds heute

Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie 2013 und der damit einhergehenden Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) wurde die Welt der geschlossenen Immobilienfonds dreigeteilt. Seitdem werden Investitionen in Sachwerte, die seinerzeit als geschlossene Fonds aufgelegt wurden, als Alternative Investmentfonds (AIF) eingestuft. Die Regulierung durch das KAGB hat die Anbieter geschlossener Fonds dazu gezwungen, sich neu auszurichten und ihre Geschäftsprozesse mit dem KAGB in Einklang zu bringen, um überhaupt noch neue geschlossene Fonds auflegen zu können.¹⁵⁸ Daneben existieren weiterhin Produkte nach dem Vermögensanlagegesetz (VermAnlG).¹⁵⁹ Geschlossene AIF, die noch aus der Zeit vor 2013 stammen und seit Einführung des KAGB „keine zusätzlichen Anlagen“ mehr getätigt haben, profitieren von einem vollständigen Bestandsschutz und unterliegen nicht den Vorschriften des KAGB.¹⁶⁰

Der AIF-Markt hat sich im Zuge der KAGB-Regulierung erheblich konsolidiert. Dies trifft vor allem auf den Bereich der geschlossenen Publikums-AIF zu. Gleichwohl wird hier weiterhin erfolgreich von hochprofessionellen und spezialisierten Anbietern Geschäft betrieben. Die Neuemissionen allerdings stagnieren in diesem Segment. Trotzdem ist für AIF-Produkte insgesamt ein durchaus positiver Trend zu erkennen.

Laut Bundesbankstatistik konnten geschlossene Immobilien-Investmentfonds für das Geschäftsjahr 2016 noch insgesamt 1,4 Mrd. EUR an Mittelzuflüssen (Eigenkapital) verzeichnen. Im Geschäftsjahr 2018 betragen die Mittelzuflüsse 2,3 Mrd. EUR, was einem Wachstum von knapp 66 % entspricht.¹⁶¹

¹⁵⁸ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28.

¹⁵⁹ Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 63 vom 12.12.2011. Das VermAnlG wird auch als „Graumarktgesetz“ bezeichnet. Anbieter nach dem VermAnlG unterliegen keinerlei Aufsicht und müssen nur bestimmte Transparenzpflichten (wie z. B. die Erstellung eines Verkaufsprospektes) erfüllen. Diese Produkte dürfen sich nicht Fonds nennen. Vgl. Loipfinger (2019), S. 4.

¹⁶⁰ Zur Definition der Altgesellschaften und des Bestandsschutzes vgl. ausführlicher Kapitel 6.1.

¹⁶¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2019c).

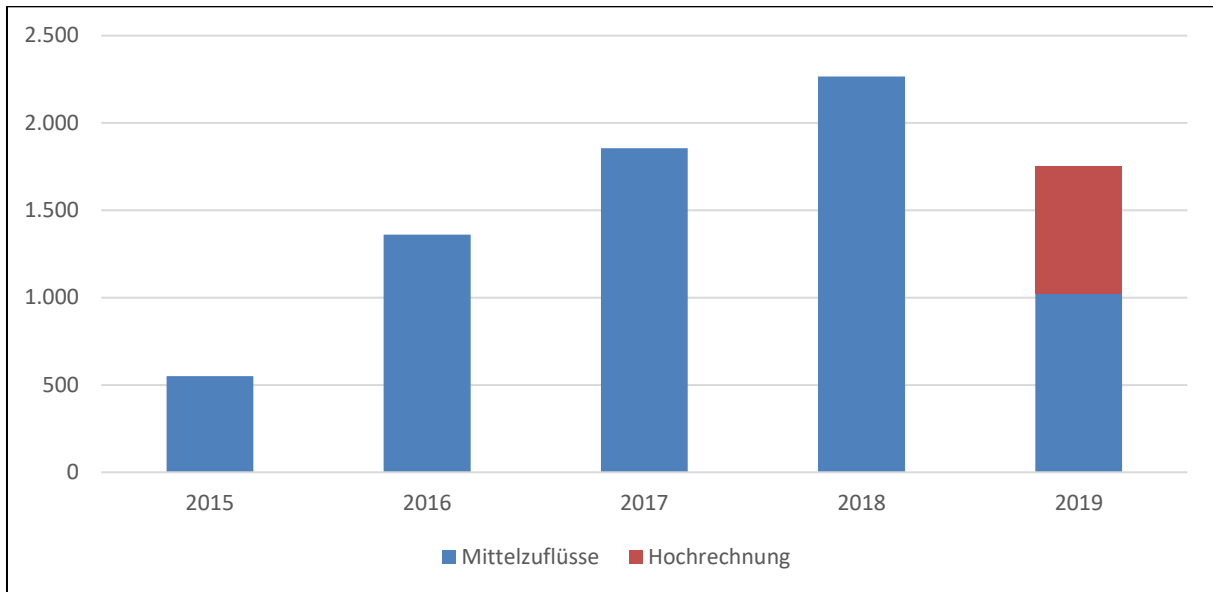


Abbildung 9: Mittelzuflüsse (Eigenkapital) geschlossener Immobilieninvestmentvermögen in Mio. EUR¹⁶²

In der Statistik der Bundesbank wird zum Juli 2017 ein Fondsvolumen geschlossener Immobilien-AIF (neu emittierte Produkte, inkl. Altfonds auf die das KAGB Anwendung findet) von rd. 24,7 Mrd. EUR ausgewiesen. Rd. 20 Mrd. EUR entfallen dabei auf inländische Grundstücke und Gebäude.¹⁶³

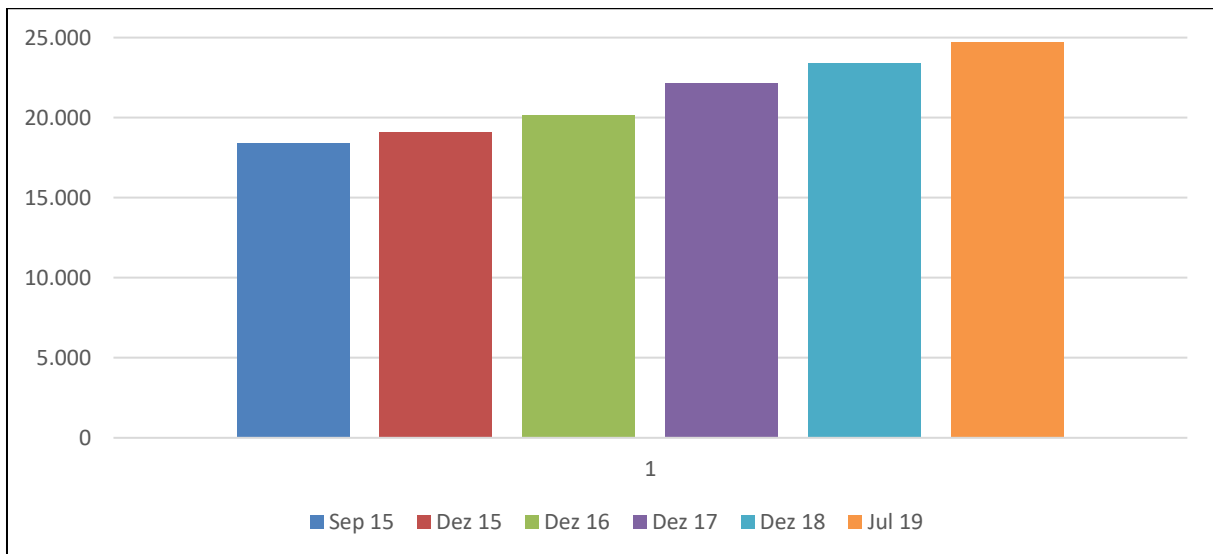


Abbildung 10: Entwicklung Fondsvolumen geschlossener Immobilien-AIF in Mrd. EUR¹⁶⁴

¹⁶² Quelle: eigene Darstellung. Zahlen entnommen aus Deutsche Bundesbank (2019c).

¹⁶³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017), S. 91.

¹⁶⁴ Quelle: eigene Darstellung. Zahlen entnommen aus Deutsche Bundesbank (2019a).

Vergleicht man diese Zahlen mit dem vom bsi ermittelten Fondsvolumen von 2013,¹⁶⁵ sind erhebliche Differenzen in den erfassten Fondsvolumen festzustellen, sodass davon auszugehen ist, dass auf eine Vielzahl der geschlossenen Altfonds das KAGB keine Anwendung findet und sie deshalb nicht in die Statistik einfließen. Einhergehend damit, dass auch in der Statistik des bsi und des Statistischen Bundesamtes nicht sämtliche geschlossene Immobilienfonds erfasst sind, lässt sich das heute am Markt platzierte Fondsvolumen nach wie vor nicht eindeutig bestimmen.¹⁶⁶

Nach Aussage des ZIA ist auch weiterhin mit stabilen Wachstumswerten zu rechnen, einerseits getrieben vom florierenden Angebot im Bereich der Spezial-AIF und einem großen Interesse von institutionellen Investoren, andererseits aber auch durch ein stabiles Angebot an Publikums-AIF von etablierten Marktanbietern.¹⁶⁷

Vor dem Hintergrund der hohen regulatorischen Anforderungen ist eine Tendenz hin zu neuen Geschäftsfeldern und Marktentwicklungen zu beobachten. Kapitalverwaltungsgesellschaften bieten in Kooperation mit neuen Marktakteuren, wie z. B. Crowdfunding-Plattformen, alternative Investitionsmöglichkeiten an.¹⁶⁸ Der Markt unterliegt Veränderungen und passt sich nicht nur den regulatorischen Gegebenheiten, sondern auch den Affinitäten der potenziellen Kunden an. Diese Veränderungen werden in den kommenden Jahren zunehmen.¹⁶⁹ Trotz der im vergangenen Jahrzehnt gesunkenen Platzierungszahlen und der strengeren Regulierung durch das KAGB wird der geschlossene Publikums-AIF aber auch weiterhin eine bedeutende Rolle am Markt spielen und als Vehikel von etablierten Anbietern genutzt werden.¹⁷⁰

¹⁶⁵ Vgl. Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 25. Hier wurde ein Fondsvolumen von rd. 46 Mrd. EUR ausgewiesen.

¹⁶⁶ In Kapitel 2.5.3 wird mit Hilfe einer sehr gewagten Prognose versucht, *sehr exemplarisch und nur überschlägig* das Volumen geschlossener Immobilienfonds herzuleiten.

¹⁶⁷ Experte Nr. 10 (02.09.2019).

¹⁶⁸ Experte Nr. 10 (02.09.2019). Zu den Marktentwicklungen siehe auch Loipfinger (2019), S. 4. So hat beispielsweise der etablierte Asset-Manager und Fondsanbieter Hannover Leasing zusammen mit der Exporo Investment GmbH eine Immobilienanleihe emittiert. Der Vertrieb erfolgt dabei vollständig digital über zwei Vertriebsplattformen der beiden Unternehmen.

¹⁶⁹ Experte Nr. 10 (02.09.2019).

¹⁷⁰ Experte Nr. 10 (02.09.2019). So auch Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

2.5.3. Eine gewagte Prognose zum heutigen Marktvolumen geschlossener Immobilienfonds

Das heute noch am Markt platzierte Gesamtvolumen geschlossener Immobilienfonds lässt sich – wie erläutert – aufgrund fehlender Daten und der bisherigen Intransparenz des Marktes nur schwer bestimmen. Hinzu kommt, dass sowohl der bsi als auch das Statistische Bundesamt keine durchgängige Statistik darüber geführt haben, welche Marktvolumen ganzheitlich – also nicht nur die jährlich platzierten Eigenkapital- und Fondsvolumen – je Initiator emittiert und laufend betreut wurden.

Insofern kann aus den bekannten Platzierungszahlen nur eine gewagte Prognose zur Herleitung des am Markt noch platzierten Fondsvolumens abgegeben werden. Vorausgesetzt, dass die durchschnittliche Laufzeit eines geschlossenen Immobilienfonds, der vor 2013 aufgelegt wurde, rd. 20 Jahre beträgt, und angenommen, dass die in Kapitel 2.5.1 dargestellten jährlichen Platzierungszahlen rd. 75 % des Marktes widerspiegeln, lässt sich für das Jahr 2019 *sehr exemplarisch und nur überschlägig* ein in Altfonds kumuliertes Fondsvolumen von rd. 140 Mrd. EUR errechnen. Verkürzt man die angenommene Laufzeit auf 15 Jahre, so ergibt sich immerhin noch ein platziertes Fondsvolumen von rd. 66 Mrd. EUR. Der gravierende Unterschied in den ermittelten Fondsvolumen ist hierbei nicht allein auf die verkürzte Betrachtungsdauer zurückzuführen, sondern im Wesentlichen auch dadurch bedingt, dass die emittierten Fondsvolumen in den Jahren 2008 bis 2013 deutlich abgenommen haben.¹⁷¹

¹⁷¹ Zur Entwicklung der Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds vgl. Abbildung 7 und Abbildung 8.

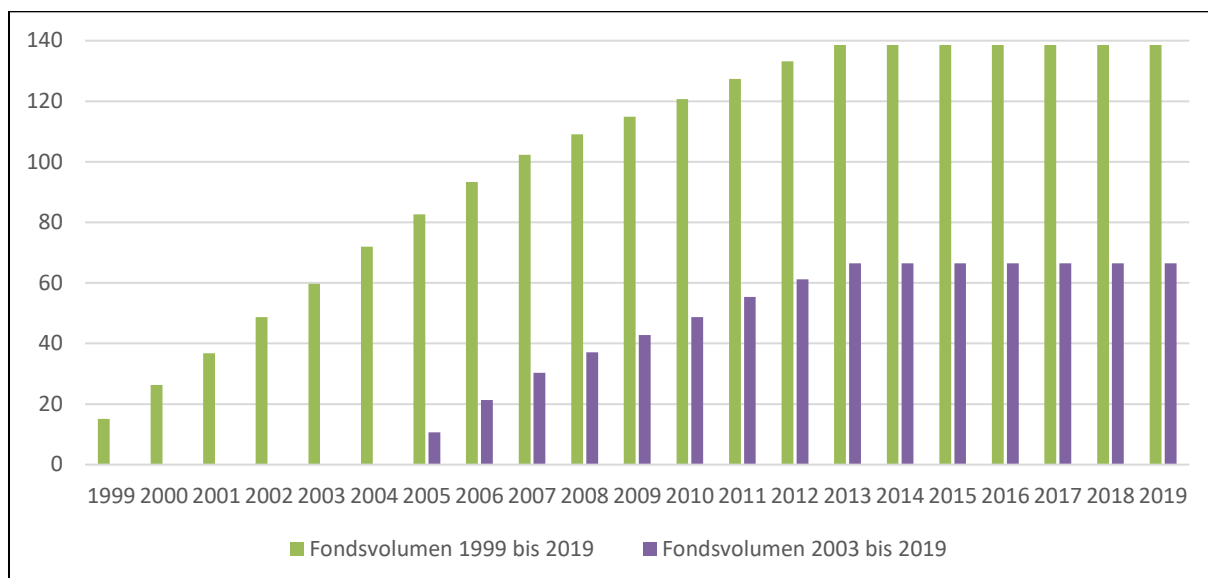


Abbildung 11: Exemplarisch kumuliertes Fondsvolumen in Mrd. EUR¹⁷²

Das hier in Abbildung 11 dargestellte Volumen für die Jahre 2013 bis 2019 stagniert, da mit der Einführung des KAGB keine vergleichbaren Daten zur Entwicklung geschlossener Immobilienfonds mehr erhoben wurden, die mit den oben dargestellten Daten bis 2013 vergleichbar wären.¹⁷³ Bei der Ermittlung der Fondsvolumen durch die Bundesbank wird nicht nach geschlossenen Immobilienfonds aus der Zeit vor und nach 2013 unterschieden. Auch wird neben dem platzierten Eigenkapital geschlossener Investmentvermögen nach 2013 keine Aussage darüber getroffen, welche Fondsvolumen jährlich am Markt platziert wurden bzw. mit welchen Eigenkapitalquoten die neu emittierten Produkte gearbeitet haben. Angenommen, dass die in Abbildung 9 dargestellten Mittelzuflüsse mit einer Fremdkapitalquote von 50 % leveraged und Produkte, die seit 2013 noch nicht wieder liquidiert worden sind, ergibt sich ein überschlägiges Volumen geschlossener AIF in Höhe von rd. 15,5 Mrd. EUR, die den in Abbildung 11 dargestellten Fondsvolumen des Jahres 2019 hinzuzurechnen sind.

¹⁷² Quelle: eigene Darstellung. Die hier dargestellten Zahlen können unter den zuvor beschriebenen Parametern nur einen Eindruck von den möglicherweise am Markt noch platzierten Fondsvolumen geschlossener Immobilienfonds geben.

¹⁷³ Experte Nr. 10 (02.09.2019). Siehe hierzu auch Kapitel 2.5.2.

3. Der geschlossene (Immobilien-)Fonds vor Umsetzung der AIFM-Richtlinie

Nachfolgend werden die Grundstrukturen eines geschlossenen (Immobilien-)Fonds, wie er vor 2013 verbreitet war, dargestellt. Im Wesentlichen treffen die hier beschriebenen Charakteristika auch heute noch zu. Wesentliche Änderungen, die mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht zum 22.07.2013 vorgenommen wurden, sind in Kapitel 4 beschrieben.

3.1. Definition geschlossener (Immobilien-)Fonds

Geschlossene Immobilienfonds sind Kapitalanlagegesellschaften, „deren Geschäftszweck auf die Errichtung, den Erwerb und die Verwaltung einer oder mehrerer Immobilienobjekte mit einem im Voraus feststehenden Investitionsvolumen ausgerichtet ist, und die, sobald das Eigenkapital platziert ist, mit einem festen Kreis von Anlegern geschlossen“ werden.¹⁷⁴ Es handelt sich dabei um eine nicht börsennotierte unternehmerische Beteiligung mit allen zugehörigen Chancen und Risiken.¹⁷⁵ Ein geschlossener Fonds fungiert, wie die übrigen indirekten Immobilienanlagen auch, als Kapitalsammelstelle und bündelt die Kapitalkraft einzelner Anleger. Im Vergleich zu anderen indirekten Vermögensanlagen dient das Vehikel des geschlossenen Fonds der Investition in ein bzw. wenige hochpreisige Wirtschaftsgüter.¹⁷⁶ Das üblicherweise bereits im Vorhinein definierte Investitionsvolumen geschlossener Immobilienfonds beträgt nicht selten 50 bis 250 Mio. EUR¹⁷⁷ und wird gemäß einer vorab festgelegten Anlagestrategie investiert.¹⁷⁸

¹⁷⁴ BGH, Urteil vom 21.01.2002, II ZR 2/00; vgl. auch King (1999), S. 144.

¹⁷⁵ Zur Begriffsdefinition eines geschlossenen Immobilienfonds vgl. Pelikan (2007), S. 13. Siehe auch Lüdicke (2016), S. 604. Vgl. Edelmann (2015), S. 62 ff. Vgl. auch Sebastian et al. (2012), S. 3; vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 74 f.

¹⁷⁶ Vgl. Lüdicke (2013), S. 5. Investitionsgüter der Beteiligungen sind überwiegend Immobilien, Schiffe, Flugzeuge, Seecontainer oder Projekte aus dem Bereich der erneuerbaren Energien (Windparks, Wasserkraftanlagen oder Solarparks). Eigenkapitalbeteiligung an Unternehmen (sogenannte Private Equity Fonds) oder Beteiligungen an Lokomotiven, Turbinen o. ä. sind ebenfalls möglich.

¹⁷⁷ Vgl. Rebitzer (2016), S. 31.

¹⁷⁸ Bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht war es den geschlossenen Immobilienfonds möglich, in nur ein Objekt ggf. sogar mit einem sogenannten Single-Tenant zu investieren. Seither muss im Sinne des § 262 Abs. 1 Nr. 1 und 2 KAGB nach dem Grundsatz der Risikomischung in mindestens drei Sachwerte

Dem Zeichner wird die Möglichkeit eröffnet, sich an (Groß-)Projekten zu beteiligen und an den laufenden Erträgen und Verkaufserlösen zu partizipieren.¹⁷⁹ Die Losgröße liegt in der Regel zwischen 5.000 und 25.000 EUR.¹⁸⁰ Da Losgröße und Investitionsvolumen definiert sind, ist die Anzahl der maximal begebaren Anteile begrenzt.¹⁸¹ Das Kapital wird innerhalb eines bestimmten Zeitraumes (Platzierungsphase) von der Gesellschaft eingesammelt. Nach vollständiger Zeichnung des notwendigen Eigenkapitals wird der Fonds geschlossen, d. h., eine Beteiligung weiterer Anleger ist ab diesem Zeitpunkt nicht mehr möglich;¹⁸² es wird deshalb auch vom „closed-end Prinzip“¹⁸³ bzw. von „closed-end Fonds“ gesprochen.¹⁸⁴ Neben dem durch die Gesellschafter eingesetzten Eigenkapital wird regelmäßig Fremdkapital zur Finanzierung der Immobilienwerte aufgenommen,¹⁸⁵ um – wie bei anderen Anlageformen auch – höhere Eigenkapitalrenditen durch Ausnutzung des Leverage-Effektes zu erzielen.

Neben dem Fondsvolumen und der Investmentstrategie wird üblicherweise auch die Halte-dauer vorab definiert.¹⁸⁶ Nach Ende der Laufzeit erfolgt üblicherweise die Liquidation des Fonds.¹⁸⁷ In einem Emissionsprospekt werden alle Informationen zu den

investiert werden und die quotale Gewichtung jedes einzelnen Sachwertes im Verhältnis des Fondsvolumens gleichmäßig verteilt sein oder zumindest eine wirtschaftlich sinnvolle Risikostreuung gewährleistet werden. Ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung darf nur noch unter bestimmten Voraussetzungen investiert werden. Vgl. hierzu § 262 Abs. 2 KAGB. Vgl. auch Kapitel 4.4.3.

¹⁷⁹ Mit Hilfe von Kapitalsammelstellen gelingt eine Losgrößentransformation und damit der Zugang zu Großprojekten. Siehe dazu auch Kapitel 2.2 und 3.5.1. Vgl. Kunath (2005), S. 153.

¹⁸⁰ Die Losgröße ist damit deutlich höher als bei anderen indirekten Immobilienanlagen. Die Losgröße ist in der Regel bereits zum Zeitpunkt der Zeichnung gemäß dem Gesellschaftsvertrag festgelegt.

¹⁸¹ Vgl. Kunath (2005), S. 153.

¹⁸² Vgl. Kunath (2005), S. 153, vgl. auch Rebitzer (2016), S. 31.

¹⁸³ Vgl. King (1999), S. 142.

¹⁸⁴ Vgl. Gondring (2001), S. 764.

¹⁸⁵ Bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie war die Fremdkapitalaufnahme (zumindest für die Objektgesellschaft) nicht beschränkt. Die Fremdfinanzierungsquoten variierten durchschnittlich zwischen 35 % und 65 %. Vgl. hierzu Kapitel 2.5.1. Nach § 263 KAGB wurde die Fremdmittelaufnahme begrenzt. Vgl. dazu Kapitel 4.4.4.

¹⁸⁶ Zur Definition von geschlossenen Fonds vgl. auch Rebitzer (2016), S. 22 ff. und 31 ff. Zur Abgrenzung eines Direktinvestments von den übrigen indirekten Immobilienanlagen siehe auch Kapitel 2.3. Die Laufzeit geschlossener Immobilienfonds beträgt nicht selten 15 bis 20 oder mehr Jahre. Vereinzelt finden sich auch Gesellschaften mit einer unbefristeten Laufzeit, bei denen eine Kündigung des Gesellschaftsanteiles für eine bestimmte Festlaufzeit ausgeschlossen ist.

¹⁸⁷ Vgl. Kunath (2005), S. 153.

Investitionsobjekten und den wirtschaftlichen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen dargestellt.¹⁸⁸

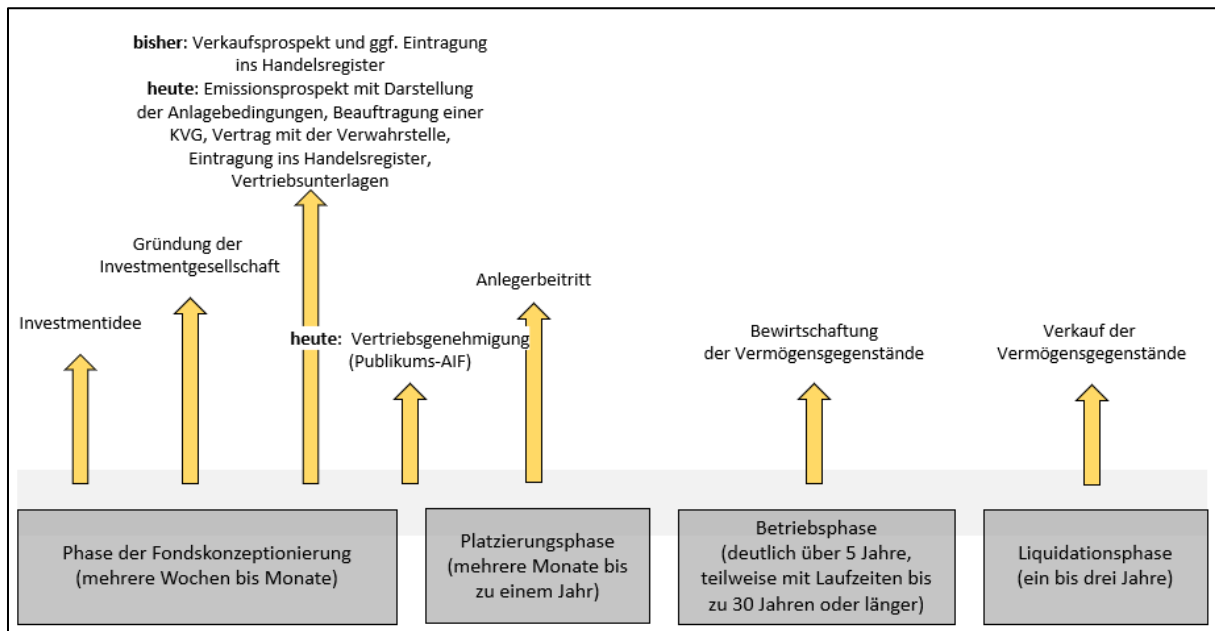


Abbildung 12: Lebenszyklus eines geschlossenen Immobilienfonds (vor und nach Umsetzung der AIFM-Richtlinie)¹⁸⁹

3.2. Die Wahl der Rechtsform von geschlossenen (Immobilien-)Fondsgesellschaften

Grundsätzlich ließen sich bis zur Einführung des KAGB indirekte Immobilienanlagen in nahezu jeder Rechtsform gründen. Die im Bereich der geschlossenen (Immobilien-)Fonds bis 2013 wohl am weitesten verbreiteten Gesellschaftsformen waren aber die Personengesellschaft in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), die GmbH & Co. KG, die Kommanditgesellschaft (KG) sowie die Publikumscommanditgesellschaft (Publikums-KG).¹⁹⁰ Der Grund für die Wahl einer Personengesellschaft dürfte die Möglichkeit des Vertriebes der Anteile auf dem freien Kapitalmarkt gewesen sein. GmbH-Anteile sind aufgrund der Notwendigkeit

¹⁸⁸ Anlagebedingungen nebst Gesellschaftsvertrag unterlagen bislang keiner gesetzlichen Überwachung. Lediglich der Verkaufsprospekt war aufgrund des § 8a VerkProspG (bzw. seit 01.07.2005 durch § 8f VerkProspG) einer formalen, nicht aber einer materiellen Inhaltsprüfung durch die BaFin zu unterziehen. Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie wurde der Genehmigungsumfang der BaFin ausgeweitet. Vgl. dazu Kapitel 4.4.6.

¹⁸⁹ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Ernst & Young GmbH (2017), S. 19.

¹⁹⁰ Publikumscommanditgesellschaft und die GmbH & Co. KG werden in den Kapiteln 3.2.2 und 3.2.3 näher erläutert.

notarieller Beurkundung für das Massengeschäft ungeeignet.¹⁹¹ Gleichzeitig spielte die steuerliche Ausgestaltung eine wesentliche Rolle bei der Wahl der Personengesellschaft.¹⁹² Die Rechtsform der GbR bzw. sogenannte Bauherren- und Erwerbermodelle haben über die Jahre hinweg zunehmend an Bedeutung verloren und spielen heute kaum noch eine Rolle. Geschlossene Fonds im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches werden heute unter dem Titel alternativer Investmentfonds geführt.¹⁹³

Mit der rechtlichen Verselbstständigung eines Investitionsobjektes in einer der oben aufgeführten Formen lässt sich aus Sicht der Beteiligten eine Risikoallokation und Risikobegrenzung herbeiführen.¹⁹⁴ Abhängig von der Wahl des Investitionsvehikels lassen sich zugleich ggf. steuerliche Effekte erzielen. Gegenüber möglichen Vertragspartnern (Mietern, Dienstleistern oder finanzierenden Banken) ist die Verselbstständigung von Vorteil, weil diese in der Regel nur einem Vertragspartner gegenüberstehen möchten. Zur Risikoabschirmung des Privatvermögens nutzen die Gesellschafter oft eine Begrenzung der Haftung auf das in das Vehikel eingebrachte Vermögen, sodass potenzielle Gläubiger der Gesellschaft idealerweise lediglich auf das Vermögen der Projektgesellschaft zurückgreifen können, nicht aber ein Durchgriffsrecht auf das Privatvermögen der Gesellschafter erlangen.¹⁹⁵

Aufgrund der genannten Aspekte hatte sich die GmbH & Co. KG vor 2013 als häufigste Rechtsform für geschlossene Immobilienfonds etabliert. Grund hierfür waren vor allem die attraktive Kombination aus gesellschaftsrechtlicher Haftungsabschirmung und Strukturierungsfreiheit mit (ertrags-)steuerlicher Transparenz sowie die Flexibilität hinsichtlich der steuerrechtlichen

¹⁹¹ Vgl. Loritz und Pfnür (2006), S. 9.

¹⁹² Vgl. Neusel et al. (2005), S. 24. Kapitalgesellschaften sind „selbstständige Individuen“. Realisierte Verluste verbleiben auf der Ebene der Gesellschaft und werden nicht wie bei Personengesellschaften auf die Ebene der Gesellschafter verlagert, was zu entsprechenden Steuerersparnissen auf Ebene der Anleger führt.

¹⁹³ Vgl. § 1 Abs. 3 i. V. m. § 1 Abs. 3 KAGB. Heute als geschlossene Investment-Aktiengesellschaft (Investment-AG) oder geschlossene Investmentkommanditgesellschaft (Investment-KG) eine Sonderform der GmbH & Co. KG, die durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) eingeführt wurde und zukünftig als Investitionsvehikel für langfristige Investitionen in Sachwerte dienen wird. Zu den heute zulässigen Rechtsformen siehe Kapitel 4.4.1 bzw. §§ 139 ff. KAGB.

¹⁹⁴ Vgl. Lüdicke (2013), S. 6.

¹⁹⁵ Zu den weiteren Vor- und Nachteilen von indirekten Immobilienanlagen, insbesondere zu den Vor- und Nachteilen von geschlossenen Immobilienfonds vgl. auch Kapitel 3.5 und 3.6; vgl. auch Sebastian et al. (2012), S. 5 ff.

Einkünftequalifizierung.¹⁹⁶ Gleichwohl soll an dieser Stelle auch kurz auf die bisweilen genutzten gesellschaftsrechtlichen Strukturen eingegangen werden.

3.2.1. Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts

Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) nach § 705 ff. BGB gilt als Grundform der Personengesellschaft. Eine GbR ist bereits mit dem Zusammenschluss zweier (juristischer) Personen gegründet. Ein schriftlicher Vertrag oder eine Eintragung im Handelsregister sind nicht notwendig.¹⁹⁷ Die GbR war insbesondere bei geschlossenen Immobilienfonds der 1980er und 1990er Jahre anzutreffen. Die GbR weist die höchste Freiheitsgrenze bezüglich Formvorschriften, Durchführung und Vertragsgestaltung auf.¹⁹⁸ Sie gehört, ebenso wie die OHG und die KG, zu den Gesamthandsgemeinschaften.¹⁹⁹ In dieser Rechtsform muss die Schuldnerschaft der Gesellschaft von der Haftung eines jeden einzelnen Gesellschafters unterschieden werden.²⁰⁰ Im Vergleich zur OHG und KG (§§ 161 Abs. 2, 124 HGB) existierte für die GbR bis 2001 keine höchstrichterliche Rechtsprechung hinsichtlich ihrer (Teil-)Rechtsfähigkeit.²⁰¹

Wohl gravierendster Nachteil einer GbR ist die gesamtschuldnerische Haftung eines Gesellschafters nach § 421 BGB den Gläubigern gegenüber. *„Reicht das Gesellschaftsvermögen zur Berichtigung der gemeinschaftlichen Schulden und zur Rückerstattung der Einlagen nicht aus, so haben die Gesellschafter“* nach § 735 BGB Satz 1 und 2 *„für den Fehlbetrag nach dem Verhältnis aufzukommen, nach welchem sie den Verlust zu tragen haben. Kann von einem*

¹⁹⁶ Vgl. Walch (2006), S. 34; vgl. Lüdicke (2013), S. 6. Vor dem Hintergrund des steuerlichen Transparenzprinzips wird die Personengesellschaft selbst nicht Steuerschuldner. Gewinn und Verlust werden auf Ebene der Gesellschaft ermittelt und auf die Anteilseigner verteilt. Die Besteuerung erfolgt dann auf Ebene des Anteilseigners mit dessen persönlichem Steuersatz (§ 1 Abs. 1 Satz 1 i. V. m. § 2 Abs. 1 Satz. 1 EStG). Das steuerliche Transparenzprinzip kann nicht auf die Gewerbesteuer angewandt werden, da die Gesellschaft nach § 5 GewStG selbst Steuerschuldner ist. Im Rahmen der Strukturierungsfreiheit kann mit einer reinen vermögensverwaltenden Tätigkeit die gewerbliche Infizierung nach § 15 Abs. 3 Nr. 1 EStG vermeiden werden. Eine GmbH & Co. KG kann gewerblich entprägt werden, sofern neben der persönlich haftenden GmbH ein Mitgesellschafter zum geschäftsführenden Kommanditisten (gfk) ernannt wird (§ 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG, siehe dazu Kapitel 3.3.6).

¹⁹⁷ Vgl. Neusel et al. (2005), S. 75.

¹⁹⁸ Vgl. Busse (2017), S. 919 f.

¹⁹⁹ Das Gesamthandvermögen ist ein Sondervermögen, das sachenrechtlich den verbundenen Gesellschaftern zusteht, wobei jedoch die Höhe der versprochenen bzw. geleisteten Einlagen für die Höhe der Mitberechtigung des einzelnen Gesellschafters am Gesellschaftsvermögen nicht maßgebend ist.

²⁰⁰ Vgl. Neumann (2004), S. 5.

²⁰¹ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 7.

Gesellschafter der auf ihn entfallende Beitrag nicht erlangt werden, so haben die übrigen Gesellschafter den Ausfall nach dem gleichen Verhältnis zu tragen.“ Der GbR-Gesellschafter haftet damit über die von ihm erbrachte Einlage hinaus.²⁰²

Die aus der gewählten Rechtsform entstehende Nachschusspflicht kann im Extremfall erhebliche Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität eines Gesellschafters haben.²⁰³ Insbesondere ist dies der Fall, wenn über die Laufzeit des geschlossenen Immobilienfonds die Bonität einzelner Mitgesellschafter nachlässt und im (drohenden) Insolvenzfall Gläubiger der Gesellschaft, insbesondere die finanzierenden Banken, die bonitätsstarken Gesellschafter (überproportional) in die Haftung nehmen. Im Vergleich zu Rechtsformen, bei denen die Haftung der Gesellschafter beschränkt werden kann, dürfte sich die direkte und persönliche Haftung der GbR-Gesellschafter aber positiv auf die Konditionen der Kreditaufnahme einer GbR-Gesellschaft auswirken.²⁰⁴

Grundsätzlich kann die quotale Haftung der einzelnen Gesellschafter zueinander im Gesellschaftsvertrag geregelt werden. Nach § 128 Satz 2 HGB hat die Haftungsbegrenzung im Außenverhältnis kaum eine Wirkung. Die quotale Haftung eines einzelnen Gesellschafters muss daher individuell mit den Gläubigern der Gesellschaft (etwa der finanzierenden Bank) vereinbart werden.²⁰⁵ Gleichwohl hat der BGH mit seinen Urteilen II ZR 263/09 und II ZR 95/10 der bis dato weitverbreiteten Auffassung, dass der GbR-Gesellschafter mit quotaler Haftungsvereinbarung lediglich für die Restverbindlichkeiten multipliziert mit der individuellen Beteiligungsquote gegenüber den Banken haftet, widersprochen.²⁰⁶

²⁰² Nach § 426 Abs. 1 Satz 1 BGB hat der als Gesamtschuldner in Anspruch genommene GbR-Gesellschafter gegenüber seinen Mitgesellschaftern einen Anspruch auf Ausgleich seiner in überproportionaler Höhe in Anspruch genommenen Zahlungen.

²⁰³ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 96 f.

²⁰⁴ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 96 f.

²⁰⁵ BGH, Urteil vom 27.11.2012, II ZR 263/09.

²⁰⁶ Der BGH hat geurteilt, dass quotale Haftungsvereinbarungen zwar Bestand haben, die Basis der quotalen Haftung allerdings auf das Ursprungsdarlehen zzgl. Zinsen und Kosten und ohne die Berücksichtigung von (Sonder-)Tilgungsleistungen und Erlösen aus der Verwertung der Immobilie zu berechnen ist; die Haftungssumme des einzelnen GbR-Gesellschafters kann somit trotz quotaler, individueller Haftungsvereinbarung immense Werte annehmen.

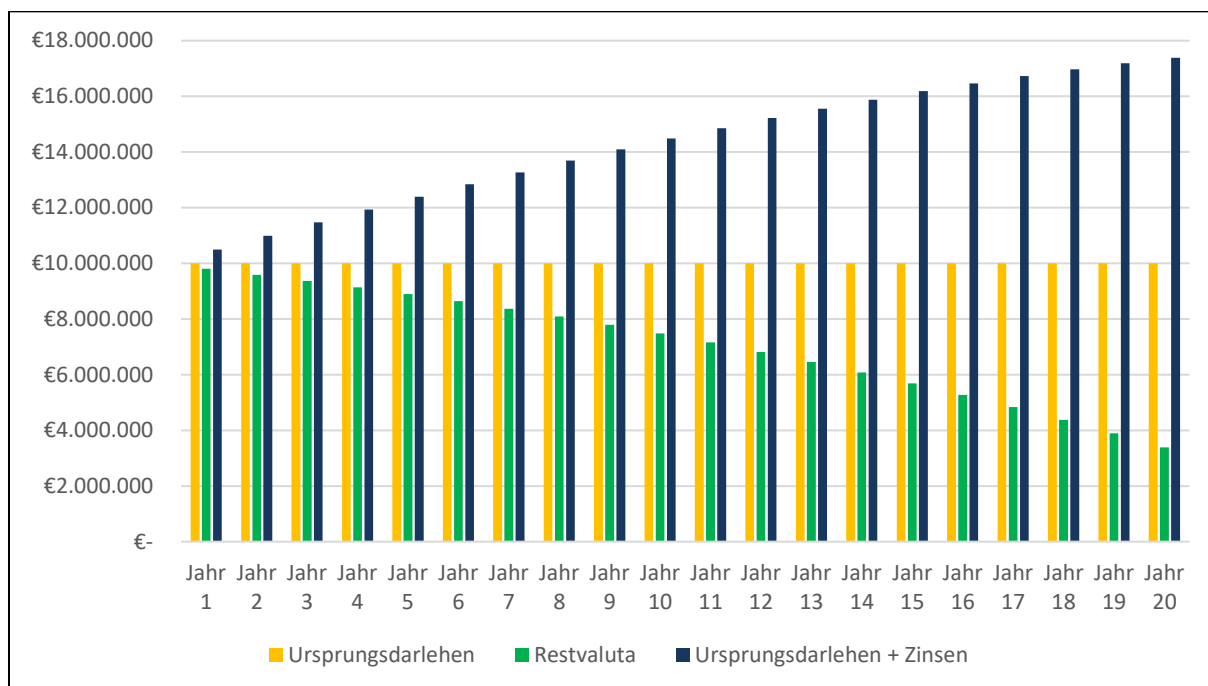


Abbildung 13: (Haftungs-)Risiken des individuellen GbR-Gesellschafters²⁰⁷

Mit seinem Urteil II ZR 331/00 vom 29.01.2001 korrigierte der II. Zivilsenat des BGH die zuvor verbreitete Auffassung, dass ein GbR-Gesellschafter als Gesamtschuldner gemäß § 421 BGB haftete.²⁰⁸ Die bis dato gültige Rechtsprechung ging von der sogenannten Doppelverpflichtungstheorie aus. Es wurde angenommen, dass nicht die GbR Vertragspartner eines Rechtsgeschäftes ist, sondern die GbR-Gesellschafter in ihrer gesamthänderischen Verbundenheit. Dies hatte zur Folge, dass an erster Stelle die einzelnen Gesellschafter mit ihrem Privatvermögen für die Verbindlichkeiten der GbR-Gesellschaft hafteten. Da zum Privatvermögen der GbR-Gesellschafter auch der GbR-Anteil zählt, wurde auch das gesamte Gesellschaftsvermögen mittelbar in die Haftung einbezogen.²⁰⁹ Mit dem Grundsatzurteil von 2001 wurde die (Teil-)Rechtsfähigkeit der (Außen-)GbR anerkannt; die GbR-Gesellschaft selbst wurde damit zum alleinigen Vertragspartner und damit Schuldner der im Zuge gesellschaftlicher Aktivitäten begründeten Verbindlichkeiten (analog § 124 HGB).²¹⁰ Die Konsequenz hieraus ist die

²⁰⁷ Quelle: eigene Darstellung. Annahmen: Ursprungsdarlehen 10 Mio. EUR mit einer Verzinsung von 5 % und einem Tilgungsanteil von 2 % p. a.

²⁰⁸ BGH, Urteil vom 29.01.2001, II ZR 331/00.

²⁰⁹ Vgl. Neumann (2004), S. 5.

²¹⁰ BGH, Urteil vom 29.01.2001, II ZR 331/00.

akzessorische Haftung aller GbR-Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft gemäß § 128 HGB.

Die Haftungshöhe eines einzelnen Gesellschafters kann außerdem im Fall einer GbR auf die Höhe seiner Einlagen begrenzt werden. Allerdings hat der BGH in einem weiteren Urteil vom 07.03.2003 klargestellt, dass eine gesellschaftsvertragliche Regelung zur Begrenzung der Haftung eines einzelnen Gesellschafters zu den anderen Gesellschaftern nicht ausreichend ist.²¹¹ Seitdem ist die Begrenzung der Haftung eines einzelnen Gesellschafters individuell mit den Gläubigern der Gesellschaft zu vereinbaren.

3.2.2. Die Kommanditgesellschaft

Die Kommanditgesellschaft orientiert sich zunächst an den gesetzlichen Regelungen der OHG²¹² und kann aus zwei oder mehr Personen bestehen. Der Gesellschafterkreis setzt sich zusammen aus einem oder mehreren Komplementären, die vollumfänglich für die Verbindlichkeiten der KG haften,²¹³ und aus den Kommanditisten, die mit der zugesagten Hafteinlage für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften.²¹⁴ Grundsätzlich gilt allerdings zunächst auch für die Kommanditisten eine unbeschränkte Haftung nach § 128 HGB, solange die Haftungsbeschränkung nach § 171 HGB im Außenverhältnis nicht über eine Eintragung im Handelsregister kundgetan wurde.²¹⁵ Der Kommanditist kann im Außenverhältnis solange von Gläubigern der Gesellschaft in Anspruch genommen werden, bis dieser die von ihm zugesicherte Hafteinlage geleistet hat. Erst mit einer vollständig geleisteten Hafteinlage ist der Kommanditist von der Haftung befreit.

Von der Hafteinlage zu unterscheiden ist die vom Gesellschafter zu erbringende Pflichteinlage. Die Pflichteinlage beträgt in der Regel ein Vielfaches der Hafteinlage. Die Höhe ist im Gesellschaftsvertrag festgelegt. In der Praxis weichen diese beiden Beträge meist voneinander ab; die Hafteinlage beträgt üblicherweise nur einen Bruchteil der vom Gesellschafter zu

²¹¹ BGH, Urteil vom 07.03.2003, II ZR 56/02.

²¹² Vgl. Lüdicke (2013), S. 6; vgl. auch § 161 Abs. 2 i. V. m. §§ 105 ff. HGB; zusätzlich § 161 ff. HGB.

²¹³ Die unbeschränkte, gesamtschuldnerische Haftung der Komplementäre richtet sich dabei nach § 128 HGB.

²¹⁴ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 97; vgl. auch § 161 Abs. 2 HGB.

²¹⁵ Im Fall einer Insolvenz würde der Insolvenzverwalter die Kommanditistenhaftung nach § 171 Abs. 2 HGB geltend machen.

erbringenden Pflichteinlage. Mit der Reduktion der Hafteinlage und der Eintragung dieser im Handelsregister soll das Risiko des einzelnen Kommanditisten gegenüber den Gläubigern reduziert werden. Das maximale Risiko eines Kommanditisten beschränkt sich damit auf die Höhe des von ihm gezeichneten Kommanditanteils. Sollten im Fall einer Insolvenz bzw. durch die Inanspruchnahme eines Gläubigers darüber hinausgehende Forderungen geltend gemacht werden, sind diese nicht durch den Kommanditisten zu begleichen.

Ausschüttungen der Kommanditgesellschaft, die nicht durch (buchhalterische) Gewinne der Gesellschaft gedeckt sind, führen dazu, dass die Haftung eines Kommanditisten bei einer vermeintlich bereits vollständig erbrachten Einlage wiederauflebt. Diese Ausschüttungen sind so zu behandeln, als ob Gesellschaftsvermögen zurückerstattet worden wäre und der Kommanditist somit seine Hafteinlage nicht in voller Höhe erbracht hätte. Ein Wiederaufleben der Haftung für die durch die Gesellschaft zurückerstatteten Anteile bis zur Höhe der noch nicht erbrachten Hafteinlage ist nach § 172 Abs. 4 HGB daher möglich. Das Wiederaufleben der Haftung hat sich bei den geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft für Privatanleger als gravierendes Problem herausgestellt.²¹⁶

Aus Gründen der Vereinfachung, der Kostenersparnis und teilweise aus Gründen der Privatsphäre wird durch den Initiator eines geschlossenen Fonds in der Regel das Instrument des Treuhänders installiert. Dem Kommanditisten steht es damit frei, sich direkt oder aber über den Treuhandkommanditisten an der Kommanditgesellschaft zu beteiligen. Über einen Treuhandkommanditisten lässt sich verschleiern, welche natürliche Person sich in welcher Höhe am Gesellschaftsvermögen als Kommanditist beteiligt hat. Des Weiteren vereinfacht es den eventuellen Wechsel eines Kommanditisten, da keine aufwendige Korrektur im Handelsregister vorgenommen werden muss.²¹⁷

3.2.3. Die GmbH & Co. KG als Sonderform der Kommanditgesellschaft

Bei der GmbH & Co. KG handelt es sich um eine Sonderform der Kommanditgesellschaft bei der eine (oder mehrere) juristische Person(en), die unbeschränkte, gesamtschuldnerische Haftung des Komplementärs nach § 128 HGB übernehmen. Das finanzielle Risiko der Haftung wird

²¹⁶ Zum Wiederaufleben der Haftung und der Rückerstattung der Hafteinlage vgl. ausführlich Kapitel 6.5.3.

²¹⁷ Zum Treuhänder vgl. ausführlicher Kapitel 3.3.4.

auf das Vermögen der juristischen Person beschränkt.²¹⁸ Die übrigen Anleger beteiligen sich in der Regel als Kommanditisten, um von der Haftungsbeschränkung zu profitieren. Wie in Kapitel 3.2.2 beschrieben, kann die Haftung der Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft zudem auf die im Handelsregister eingetragene Hafteinlage begrenzt werden.²¹⁹

Bei der GmbH & Co. KG lassen sich ferner die steuerlichen Vorzüge einer Personengesellschaft auf Seiten der Anleger mit den organisatorischen und haftungsrechtlichen Vorzügen einer Kapitalgesellschaft vereinen.²²⁰ Im Außenverhältnis wird die Kommanditgesellschaft per Gesetz durch den Komplementär, bei der GmbH & Co. KG somit durch die vollhaftende GmbH, vertreten.²²¹ Auch durch einen anderslautenden Gesellschaftsvertrag lässt sich die Vertretungsbefugnis des Vollhafters nicht auf eine andere Partei übertragen. Diesem lässt sich lediglich die Geschäftsführungsbefugnis entziehen.²²²

Um eine steuerlich vermögensverwaltende Personengesellschaft zu gestalten, ist aus den Reihen der Kommanditisten ein (Mit-)Geschäftsführer, der sogenannte geschäftsführende Kommanditist, zu bestellen. Denn nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG ist eine Gesellschaft dann als gewerblich geprägt anzusehen, wenn „eine oder mehrere Kapitalgesellschaften persönlich haftende Gesellschafter sind“²²³ und „nur diese oder Personen die nicht Gesellschafter sind, zur Geschäftsführung befugt sind“.²²⁴ Durch die Umwidmung der GmbH & Co. KG in eine vermögensverwaltende Gesellschaft sind nicht mehr der Immobilienfonds selbst,²²⁵ sondern die sich

²¹⁸ Vgl. § 13 Abs. 2 GmbHG. Um das Risiko auf ein Minimum zu reduzieren, wird die Komplementär-GmbH regelmäßig nur mit der gesetzlich vorgeschriebenen Mindesteinlage in Höhe von 25.000 EUR ausgestattet. Vgl. § 5 Abs. 1 GmbHG.

²¹⁹ Vgl. § 162 Abs. 1 HGB i. V. m. §§ 171 Abs. 1, 172 Abs. 1 HGB; Die Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern ist nur dann beschränkt, wenn die Beschränkung im Handelsregister eingetragen und damit der Öffentlichkeit bekannt gegeben wurde.

²²⁰ Vgl. Schmidt (2002), S. 1667.

²²¹ §§ 170, 161 Abs. 2; 125 HGB.

²²² Vgl. Hopt et al. (2008); § 125, Rn. 6.

²²³ § 15 EStG Abs. 3 Nr. 2 Halbs. 1.

²²⁴ § 15 EStG Abs. 3 Nr. 2 Halbs. 2.

²²⁵ Vgl. Mardini (2014). Das steuerliche Transparenzprinzip (vgl. hierzu Kapitel 3.2) kann nicht auf die Gewerbesteuer angewendet werden, da die Gesellschaft nach § 5 GewStG selbst Steuerschuldner ist. Im Rahmen der Strukturierungsfreiheit (rein vermögensverwaltende Tätigkeit i. V. m. der Bestellung eines geschäftsführenden Kommanditisten) kann eine gewerbliche Infizierung nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG vermieden werden.

an der Gesellschaft beteiligenden Gesellschafter das Steuersubjekt. Die gesondert festgestellten Einkünfte der Fondsgesellschaft werden den Gesellschaftern als steuerliches Ergebnis direkt zugerechnet.²²⁶

Die Befugnisse des geschäftsführenden Kommanditisten werden im Gesellschaftsvertrag entsprechend geregelt.²²⁷ Des Weiteren ist zu beachten, dass der geschäftsführende Kommanditist von seinem Recht der Geschäftsführung aktiv Gebrauch machen und faktisch in Erscheinung treten muss. Eine einfache Benennung und entsprechende vertragliche Vereinbarung allein reichen nicht aus.²²⁸ Neben dem geschäftsführenden Kommanditisten kommt der Komplementär-GmbH eine wesentliche Steuerungsfunktion zu. Eigentümer der Komplementär-GmbH ist oftmals der Initiator des Fondsproduktes. Meist wird die Komplementär-GmbH durch den Initiator bei diversen Fondsprodukten als Komplementärin installiert, um so auf Ebene des Initiators, aber auch auf Ebene der einzelnen Gesellschaften Aufwands- und Kostenreduktionen herbeizuführen.²²⁹

3.2.4. Die Publikumspersonengesellschaften

Die Publikumsgesellschaft kann rechtlich sowohl eine Personen- als auch eine Kapitalgesellschaft sein. Eine Publikumspersonengesellschaft ist eine auf Beitritt zahlreicher Investoren ausgelegte Personengesellschaft, die durch die Aktiengesellschaft verdrängt wurde und wieder in Erscheinung getreten ist, als das Bedürfnis nach flexibleren Gesellschaftsformen für das Einsammeln von Risikokapital entstand.²³⁰ Die Publikumspersonengesellschaft war vor allem in der sogenannten Abschreibungsbranche in den 1980er und 1990er Jahren sehr beliebt. Die Initiatoren geschlossener Immobilienfonds haben von diesem Typus Gebrauch gemacht, solange negative Kapitalanteile und Verlustzuweisungen noch unbegrenzt möglich waren.²³¹ Im Wesentlichen ließen sich in einer Publikumspersonengesellschaft in der Rechtsform der

²²⁶ Sofern die GmbH & Co. KG weder gewerblich geprägt noch gewerblich tätig ist, werden Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielt. Vgl. Rebitzer (2005), S. 23.

²²⁷ Vgl. Mardini (2014).

²²⁸ Vgl. Mardini (2014).

²²⁹ Eine sogenannte sternförmige GmbH & Co. KG. Vgl. Baumbach et al. (2012), § 177a, Rn. 7.

²³⁰ Vgl. Schmidt (2002), S. 1666.

²³¹ Mit Inkrafttreten des § 15a EStG im November 2005 wurde die unbeschränkte Verlustzuweisung erheblich eingeschränkt.

GmbH & Co. KG drei Vorzüge vereinen: die steuerlichen Vorzüge einer Personengesellschaft auf Ebene der Investoren, die organisatorischen und haftungsrechtlichen Vorzüge einer Kapitalgesellschaft auf Ebene des Managements und die nur marginalen Publizitätsvorschriften der Handelsgesellschaft im Gegensatz zu einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts.²³²

Im Fall von geschlossenen Immobilienfondsgesellschaften handelt es sich bei diesen Anleger-GmbH-&Co.-KGs (Publikumskommanditgesellschaften) in der Regel um kapitalgesellschaftlich orientierte, im Anlegerkreis teilweise offene Kommanditgesellschaften, bei denen die Gesellschafter nicht gleichzeitig an der Komplementär-GmbH und damit am Management der Kommanditgesellschaft beteiligt sind.²³³ In diesem rechtlichen Rahmen ist der Kommanditist Träger des unternehmerischen Risikos und zugleich Kunde des Anlagegeschäftes bzw. Auftraggeber an das Management zur Erbringung von Leistungspaketen im Rahmen der Bewirtschaftung der Objektgesellschaft.²³⁴

Typische Merkmale einer Publikumskommanditgesellschaft sind die Unterscheidung zwischen Gründungsgesellschaftern und nachträglich aufgenommenen Anlegern, die Nicht-Mitwirkung später beitretender Anleger an der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages, der Vorgang des öffentlichen Einwerbens von Anlegern sowie der Fokus auf das einzuwerbende Kapital. Die Publikumskommanditgesellschaft dient damit der Sammlung von Kapital einer breit gestreuten Anzahl an Anlegern auf Basis eines vorformulierten Gesellschaftsvertrages.²³⁵

3.3. Die Beteiligten eines geschlossenen Immobilienfonds und dessen Aufbau

An einem geschlossenen Immobilienfonds sind neben dem Anleger unterschiedliche natürliche und juristische Personen, Akteure und Dienstleister beteiligt. Nachfolgende Grafik veranschaulicht dies beispielhaft:

²³² Vgl. Schmidt (2002), S. 1667 f.

²³³ Im Unterschied zur Einheits-KG, bei der die GmbH-Anteile des Komplementärs der Kommanditgesellschaft gehören. Vgl. Schmidt (2002), S. 1667 f.

²³⁴ Vgl. Schmidt (2002), S. 1667 f.

²³⁵ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 14 f.; vgl. auch Hopt et al. (2008), Anh. § 177a, Rn. 52, 68.

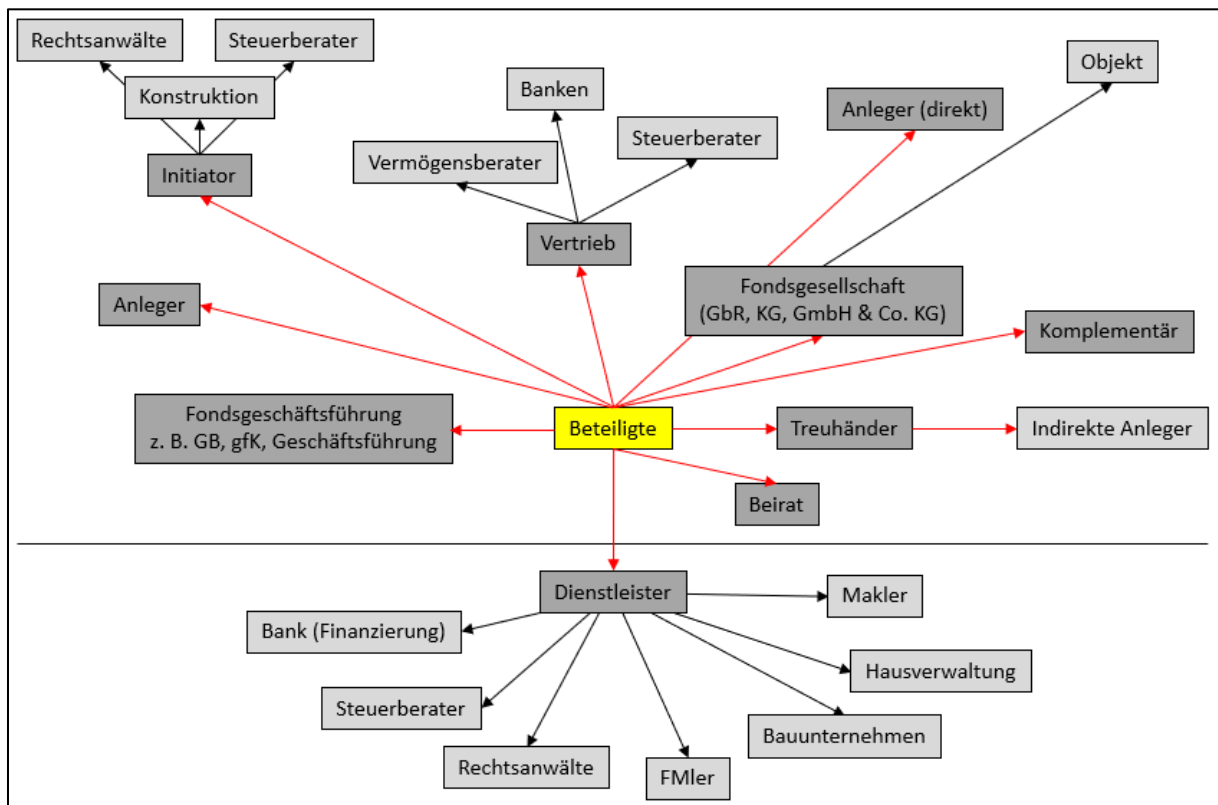


Abbildung 14: An einem geschlossenen Immobilienfonds Beteiligte vor Einführung der AIFM-Richtlinie²³⁶

Die wesentlichen Konstruktionsmerkmale sind im Einzelnen im Fondsprospekt und ggf. im Gesellschaftsvertrag dargelegt und können durch die Gesellschafterversammlung in Verbindung mit der Geschäftsführung ggf. auch nach Auflegung eines geschlossenen Fonds noch angepasst werden. Die beiden wohl wichtigsten Konstruktionsmerkmale eines geschlossenen Immobilienfonds sind die Definition der Mittelherkunft (Eigen- und Fremdkapital) sowie das rechtlichen Verhältnisse aller Beteiligten zueinander. Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die übliche Konstruktion eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG:

²³⁶ Quelle: eigene Darstellung teilweise in Anlehnung an Pelikan (2007), S. 27.

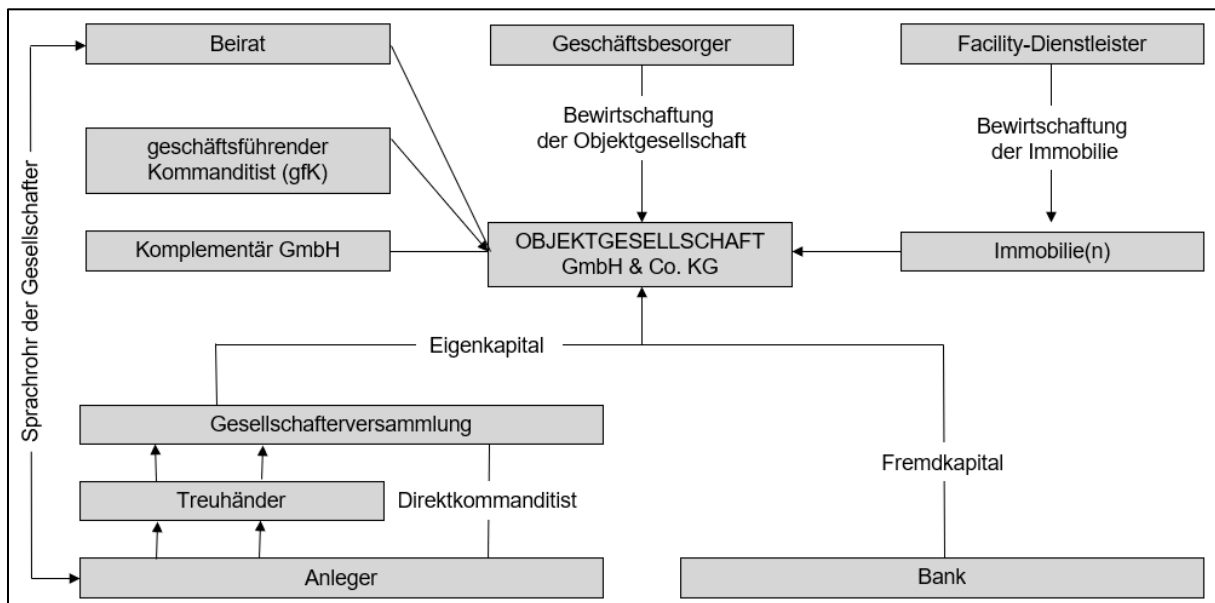


Abbildung 15: Aufbau eines und Beteiligte an einem geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG vor Einführung der AIFM-Richtlinie²³⁷

3.3.1. Der Initiator des geschlossenen Immobilienfonds

Bei dem Initiator eines geschlossenen Immobilienfonds handelt es sich um eine natürliche oder juristische Person, die Fondsprodukte konzipiert und zur Marktreife ausarbeitet. Aus haftungsrechtlicher Sicht empfiehlt es sich, die Aufgaben des Initiators in einer juristischen Person zu bündeln, damit im Fall von Haftungsfragen die hinter dem Initiator stehenden natürlichen Personen vor Inanspruchnahme bei Schadensansprüchen geschützt sind. Zu den wesentlichen Aufgaben eines Initiators gehören neben der ideellen Konzeption bzw. der Auswahl des Fondsproduktes auch die Gründung bzw. Bereitstellung der gesellschaftsrechtlichen Strukturen. Nach Aufbereitung der Markt- und Objektdaten erstellt der Initiator einen Beteiligungs- und Emissionsprospekt mit einer detaillierten Beschreibung des Vorhabens sowie eine Langfristprognose.²³⁸ Auf dieser Grundlage sucht der Initiator geeignete Vertriebspartner mit möglichst hoher Marktdurchdringung, um das Produkt zu platzieren. Regelmäßig werden bereits

²³⁷ Quelle: eigene Darstellung, hier am Beispiel der GmbH & Co. KG. Der Aufbau der Publikums-KG und der Aufbau der KG sind ähnlich. Der Aufbau eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der GbR oder OHG weicht teilweise vom Aufbau eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG ab. Gleiches gilt für den Aufbau eines geschlossenen AIF. Da GbR und OHG bei geschlossenen Immobilienfonds vor 2013 nur eine untergeordnete Rolle spielten und die geschlossenen AIF nicht Teil dieser Untersuchung sind, wird auf eine explizite Darstellung des Aufbaus verzichtet.

²³⁸ Neben den üblichen Einnahmen und Ausgaben einer Immobilienfondsgesellschaft stellt die Langfristprognose mögliche Ausschüttungen bzw. das voraussichtliche Verhältnis von Gewinnen und Verlusten dar.

durch den Initiator auch die Verträge zur Geschäftsbesorgung, zur Verwaltung der Liegenschaft und zur Zusammenarbeit mit einem Treuhänder geschlossen.²³⁹ Aufgrund dieser Komplexität eines geschlossenen Fonds sind an dessen Konzeption generell immer auch beratende Fachleute wie Rechtsanwälte und Steuerberater beteiligt. Geschlossene Fonds wurden in Deutschland sowohl durch Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen wie auch von auf die Konzeption von geschlossenen Fonds spezialisierten Unternehmen bzw. natürlichen Personen aufgelegt.²⁴⁰

3.3.2. Die Fondsgesellschaft

Bei der Fondsgesellschaft handelte es sich um einen gesellschaftsrechtlichen Rahmen wie beispielsweise die GbR (mbH), die KG oder die GmbH & Co. KG.²⁴¹ In der Regel fungiert die Fondsgesellschaft als reine Projektgesellschaft, insbesondere im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds widmet sie sich einem einzelnen oder wenigen Immobilienobjekten.²⁴² Die Fondsgesellschaft bildet den rechtlichen Rahmen, in dem liquide Mittel von Gesellschaftern bzw. Kapitalanlegern gebündelt werden, um diese nach den Grundsätzen des Emissionsprospektes zu investieren.

3.3.3. Der Vertrieb

Wesentliche Voraussetzung für die Gründung und Errichtung eines geschlossenen Immobilienfonds ist die Platzierung von Gesellschaftsanteilen und die damit einhergehende Kapitalbeschaffung in Form von Eigenkapital. Nur mittels der Anlegergelder können alle am Fonds

²³⁹ Geschlossene Immobilienfonds haben in der Regel kein eigenes Personal. Die operativen Tätigkeiten werden an Dienstleister ausgelagert.

²⁴⁰ Exemplarisch für Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen sind die Commerz Real Gruppe, die Bayerische Beamten Versicherung sowie das Bankhaus Wölbern zu nennen. Beispiele für natürliche Personen, die Fondsgesellschaften initiierten, sind Michael Lange (Lange Vermögensberatung GmbH) sowie der Fondsinitiator Dr. Wolfgang Görlich.

²⁴¹ Zu den bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie möglichen Rechtsformen vgl. Kapitel 3.2. Zu den heute nach dem KAGB zugelassenen Rechtsformen vgl. Kapitel 4.4.1.

²⁴² Auch im Bereich anderer geschlossener Fonds werden i. d. R. nur einzelne Objekte (Flugzeuge, Windparks, Schiffe) als Fondsprodukte eingekauft. Anders heute: Die Anforderung der Risikomischung nach § 262 KAGB gilt als erfüllt, wenn mindestens in drei Sachwerte investiert wurde und deren quotale Gewichtung gleichmäßig verteilt ist. Vgl. hierzu Kapitel 4.4.3.

Beteiligten tätig und das Immobilienprojekt erworben werden.²⁴³ Zudem ist die Höhe des eingebrachten Eigenkapitals entscheidend für den Abschluss eines Kreditvertrages mit einer finanzierenden Bank. Vom Erfolg des Vertriebes hängt maßgeblich das tatsächliche Zustandekommen eines Immobilienfonds ab.

Initiatoren vertreiben Anteile an den Fondsgesellschaften meist direkt oder über freie Vermögensberater. Banken bzw. versicherungsnahe Initiatoren haben ihre Produkte in der Regel über die eigenen Vertriebswege z. B. im Bereich des Private Banking vertrieben und so Synergieeffekte genutzt.²⁴⁴ Ferner wurden Beteiligungen auch auf Empfehlung von Vertretern der beratenden Berufe, wie Steuerberatern und Juristen, erworben.²⁴⁵ Aufgrund von attraktiven Vergütungsmodellen, Ausgabeaufschlägen und (teilweise verdeckten) Innenprovisionen wurden Beteiligungen an geschlossenen Fonds aggressiv am Markt beworben.

Die Vertriebsargumente variierten in Abhängigkeit von der Konzeption der geschlossenen Immobilienfonds. Steuerorientierte Fonds mit immensen Verlustzuweisungen zielten auf Anleger mit hoher Steuerlast ab. Ausschüttungsorientierte Fonds fokussierten sich auf laufende Ausschüttung, die hinsichtlich der prognostizierten Ausschüttungen (deutlich) über den steuerorientierten Fonds lag.²⁴⁶

²⁴³ Bereits zum Zeitpunkt der Emission bzw. mit Einsammeln der Anlegergelder haben diverse Parteien, insbesondere aber der Verkäufer der Immobilie, der Vertrieb und der Initiator Geld investiert, unabhängig davon, ob das von ihnen geschaffene Fondskonstrukt tatsächlich zukunftsfähig und nachhaltig belastbar ist. Vertriebskosten von 10 % bis 15 % sowie weitere weiche Kosten für die Konzeption, den Treuhänder und die laufende Verwaltung haben das eingebrachte Eigenkapital schon zum Zeitpunkt des Beitrittes der Anleger erheblich geschmälert. Als die erwarteten Gewinne ausblieben, gerieten diese Fonds somit schnell ins Minus. Zu den initialen Weichkosten vgl. Rebitzer (2005), S. 23 und in dieser Arbeit Kapitel 3.5.4.

²⁴⁴ Zu den Vertriebswegen vgl. VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2013), Folie 30 und Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 55.

²⁴⁵ Die Vermittlung bzw. die Empfehlung des Erwerbes einer Beteiligung wurde oftmals auch aufgrund freundschaftlicher Verbindungen zwischen beratenden Fachleuten und Initiatoren ausgesprochen. Juristen und Steuerberater haben auf der einen Seite das Know-how, steuerlich vorteilhafte Strukturen aufzubauen, und andererseits Zugang zu potenziellen Anlegern, die insbesondere auf der Suche nach Steueroptimierung sind. Das verführte sie in der Praxis oftmals dazu, Empfehlungen im eigenen Interesse statt in dem der Anleger auszusprechen.

²⁴⁶ Vgl. Loipfinger et al. (1997), S. 117.

Die Frage, ob und inwieweit sich eine Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds für den Anleger tatsächlich rechnet oder überhaupt wirtschaftlich tragbar war, wurde oftmals vernachlässigt.²⁴⁷

3.3.4. Der direkte und indirekte Anleger sowie die Beteiligung über einen Treuhänder

Bei einem Anleger handelt es sich um einen Mitgesellschafter, der sich nach den Maßgaben des Fondsprospektes und im Rahmen des Gesellschaftsvertrages an der geschlossenen Immobilienfondsgesellschaft beteiligt. Er wird durch Beitritt zur Gesellschaft Mitanteileseigner bzw. Mitunternehmer²⁴⁸ und erhält Stimmrechte im Verhältnis seines erworbenen Anteils und nach Maßgabe des Gesellschaftsvertrages. Dem Anleger stehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten der Beteiligung zur Verfügung: So kann er sich etwa direkt an einer Fondsgesellschaft beteiligen. Alternativ kann sich ein Anleger aber auch indirekt, also z. B. über die Beteiligung an einem Treuhänder, über die sogenannte stille Gesellschaft²⁴⁹ oder über eine Unterbeteiligung an einer Fondsgesellschaft beteiligen.

Bei der direkten Beteiligung wird der Anleger durch Unterzeichnung einer Beitrittserklärung unmittelbarer Gesellschafter.²⁵⁰ Der Einfachheit halber wird in der Regel der Komplementär oder der Gründungskommanditist per Gesellschaftsvertrag dazu ermächtigt, eine Kapitalerhöhung und die Annahme der Beitrittserklärung durchzuführen. Nicht zwingend bedeutet eine direkte Beteiligung im Vergleich zur indirekten Beteiligung eine Stärkung der Stellung eines Gesellschafters. Im Wesentlichen hängt diese von der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages und der Ausgestaltung des Treuhand- bzw. Verwaltungsvertrages ab.²⁵¹ Mit Beitritt eines Gesellschafters ist, um insbesondere die Haftungsbeschränkung z. B. im Fall der

²⁴⁷ Zum Thema Kick-Back-Rechtsprechung und dem Interessenkonflikt zwischen Vertriebsprovision und kundenorientierter Beratung vgl. ausführlich Schelling (2013).

²⁴⁸ Oftmals wird vom juristisch nicht versierten Gesellschafter verkannt, dass der Anleger sich an einem Wirtschaftsunternehmen beteiligt und durch Beitritt „Unternehmer“ im weiteren Sinne wird. Unternehmer zu sein, bedeutet auch immer unternehmerisches Risiko zu tragen! Vgl. hierzu auch Edelmann (2015), S. 62 ff. Dies haben auch die Experten im Rahmen der Experteninterviews betont. Vgl. hierzu auch die Antworten zu Frage 6 in Kapitel 8.3.1.

²⁴⁹ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 27 f. Zum Thema stille Gesellschaft vgl. ausführlich Schmidt (2002), S. 1836 ff. In dieser Arbeit mehr dazu auf den folgenden Seiten.

²⁵⁰ Vgl. Wagner (2015b), S. 815 ff.

²⁵¹ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 14 f. Zum Thema indirekte Beteiligung an Unternehmen vgl. ausführlich Schmidt (2002), S. 1819 ff.

Beteiligung als Kommanditist im Außenverhältnis zu wahren, ein Eintrag im Handelsregister notwendig.

Alternativ – sofern dies im konstruierten Vehikel vorgesehen ist – besteht die Möglichkeit, sich über einen zwischengeschalteten Treuhänder zu beteiligen. Ein Anleger tritt dabei der Fondsgesellschaft nicht direkt bei, sondern schließt mit dem Treuhandkommanditisten einen Treuhand- und Verwaltungsvertrag ab. Aus Sicht des Initiators liegt der Vorteil hierbei in der erleichterten Verwaltung der diversen Anlegerverhältnisse.²⁵² Denn eine Anmeldung jedes einzelnen Anlegers beim zuständigen Registergericht wird mit der Bündelung der Anleger im Treuhandkommanditisten obsolet; die kumulierte Mehrzahl der Treuhandverträge wird vom Treuhandkommanditisten nur unter seinem Namen zum Handelsregister angemeldet.²⁵³ Schließt ein weiterer Anleger einen Treuhandvertrag mit dem Treuhandkommanditisten ab, hat dieser lediglich den dann auf ihn entfallenden Kommanditanteil im Handelsregister heraufzusetzen. Zudem steht dem Initiator mit der Zwischenschaltung eines (ihm nahestehenden) Treuhandkommanditisten ein zusätzliches Instrument zur Steuerung der Anleger zur Verfügung.²⁵⁴ Im Außenverhältnis tritt der Treuhandkommanditist als Gesellschafter auf; die Anonymität der hinter dem Treuhandkommanditisten stehenden Gesellschafter bleibt damit gewahrt.²⁵⁵

Neben der indirekten Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten ist den Anlegern noch die Beteiligung über eine stille Gesellschaft, eine Unterbeteiligung²⁵⁶ oder das

²⁵² Vgl. Wagner (2015a), S. 868.

²⁵³ Vgl. Hopt et al. (2008), § 161, Rn. 4. Zum „echten und unechten“ Treuhänder vgl. auch Wagner (2015a), S. 868 ff.

²⁵⁴ Vgl. Lüdicke (2016), S. 604 ff.; vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 22.

²⁵⁵ Vgl. Lüdicke (2016), S. 606 ff.; vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 22.

²⁵⁶ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 29 ff. Zum Thema Unterbeteiligung vgl. ausführlich Schmidt (2002), S. 1865 ff.

Doppelstockmodell²⁵⁷ möglich. Die Beteiligung über eine (atypische)²⁵⁸ stille Gesellschaft²⁵⁹ führt zu einer betragsmäßig beschränkten Vermögenseinlage in die Gesellschaftsstruktur des Fonds; der stille Gesellschafter fungiert dann als Finanzier der Fondsgesellschaft. Bei der stillen Gesellschaft handelt es sich um eine zweigliedrige (Innen-)Gesellschaft, bestehend aus stillen Teilhabern und der Fondsgesellschaft in Form einer GbR. Im Vordergrund der stillen Beteiligung steht das Schuldverhältnis, auf dessen Basis der stille Gesellschafter seine Einlage in die Fondsgesellschaft eingebracht hat. Der stille Gesellschafter zielt in erster Linie auf eine Beteiligung am Gesellschaftsergebnis ab.²⁶⁰ Die von ihm erbrachte Einlage wird nicht wie bei einer Beteiligung in Form der Zeichnung eines KG-Anteils gemeinschaftliches Gesellschaftsvermögen nach § 718 BGB, sondern ist dem Inhaber des Geschäftsbetriebes, also der Fondsgesellschaft selbst, zuzuordnen. Dies führt im Fall einer Insolvenz der Fondsgesellschaft dazu, dass nicht nur die erhoffte Rendite, sondern auch das Vermögen des stillen Gesellschafters gefährdet ist.²⁶¹

Bei einer Unterbeteiligung handelt es sich um eine mittelbare Unternehmensbeteiligung,²⁶² die durch Abschluss eines Innengesellschaftsvertrages mit einem Anleger begründet wird. Der Anleger wird dadurch nicht direkter Gesellschafter der Fondsgesellschaft, sondern beteiligt sich nur über das Vertragsverhältnis an der bereits getätigten Beteiligung des Vertragspartners.²⁶³ Der Unterbeteiligte kann auch als stiller Beteiligter an einer Beteiligung bezeichnet werden.²⁶⁴

²⁵⁷ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 31.

²⁵⁸ Die stille Gesellschaft ist insofern atypisch, als sie von den gesetzlichen Vorschriften der §§ 230 ff HGB. abweicht (dazu Schmidt (2002), S. 1846). Insbesondere ist dies der Fall, wenn sich der stille Gesellschafter nicht nur als Finanzier beteiligt, sondern darüber hinaus als Mitunternehmer (z. B. im Rahmen der Geschäftsführung) tätig wird. Dazu Bost und Halfpap (2009), S. 27 f. Vgl. auch Schmidt (2002), S. 1846.

²⁵⁹ Die Rechtsgrundlagen der stillen Gesellschaft ergeben sich nach den §§ 230 ff. HGB und werden durch die §§ 705 ff. BGB ergänzt. Vgl. auch Schmidt (2002), S. 1838.

²⁶⁰ Vgl. Schmidt (2002), S. 1838.

²⁶¹ Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 27.

²⁶² Vgl. Wagner (2015b), S. 817 ff.

²⁶³ Vgl. Schmidt (2002), S. 1834 und S. 1865 ff.

²⁶⁴ Vgl. Schmidt (2002), S. 1834.

3.3.5. Die Gesellschafterversammlung

Willensbildungsorgan und gleichzeitig oberstes Organ einer Gesellschaft sind die Gesellschafter in ihrer Gesamtheit.²⁶⁵ Zumeist wird hierbei von einer Gesellschafterversammlung gesprochen. Dabei ist es nicht zwingend notwendig, dass die Gesellschafter zu einer physischen Versammlung zusammentreten, die Beschlussfassung der Gesellschafter kann z. B. auch in einem schriftlichen Rundschreiben erfolgen.²⁶⁶ Die Gesellschafterversammlung bestimmt den Gesellschaftsvertrag und trifft ihre Entscheidungen durch Beschlüsse. Die Rechte und Pflichten einer Gesellschafterversammlung orientieren sich an den §§ 46 ff GmbHG. und werden im Gesellschaftsvertrag der Gesellschafter präzisiert. Der Gesellschaftsvertrag ist in der Regel Bestandteil des Verkaufsprospektes. Die Gesellschafterversammlung setzt sich aus den direkten Kapitalanlegern und den auf den Treuhänder – sofern installiert – entfallenden Gesellschaftsanteilen zusammen. Üblicherweise richtet sich die Zahl der auf den einzelnen Gesellschafter entfallenden Stimmen nach der Höhe des gezeichneten Kapitals.²⁶⁷ Die Quote der Stimmrechte ist ebenfalls im Gesellschaftsvertrag festgeschrieben. Sofern im Gesellschaftsvertrag keine abweichenden Regelungen beschrieben sind, steht jedem Gesellschafter das Recht auf die Teilnahme an einer Gesellschafterversammlung zu.

Die wichtigsten Rechte der Gesellschafterversammlung sind:²⁶⁸

- Die Feststellung des Jahresabschlusses und die Verwendung des Ergebnisses,
- die Bestellung und die Abberufung von Geschäftsführern sowie deren Entlastung,
- die Herbeiführung von Beschlüssen, welche die Grundrechte der Gesellschaft betreffen (z. B. Änderungen des Gesellschaftsvertrages, Veräußerung von wesentlichen Gesellschaftsvermögen oder die Auflösung der Gesellschaft), sowie
- die Prüfung und Überwachung der Geschäftsführung.

²⁶⁵ Vgl. Schmidt (2002), S. 1094. Zur Gesellschafter- und Anlegerversammlung im Allgemeinen vgl. auch Wagner (2015a), S. 874 ff.

²⁶⁶ Die Regelungen der Beschlussfassung einer Fondsgesellschaft sind im Gesellschaftsvertrag festgeschrieben. Das Prozedere der Beschlussfassung orientiert sich dabei an § 48 GmbHG. Soweit der Gesellschaftsvertrag es zulässt, kann die Gesellschafterversammlung auch formlos, z. B. in Form einer Telefonkonferenz, zusammentreten. Vgl. hierzu auch Schmidt (2002), S. 1095.

²⁶⁷ Auch eine abweichende Regelung z. B. nach Köpfen ist möglich, aber eher selten.

²⁶⁸ Aufzählung in Anlehnung an Schmidt (2002), S. 1094 f.

Die Gesellschafterversammlung selbst hingegen ist zur Geschäftsführung nicht befugt.

Die Versammlung wird vom Geschäftsführer der Gesellschaft einberufen; außerordentliche Gesellschafterversammlungen sind einzuberufen, wenn dies im Interesse der Gesellschaft erforderlich erscheint.²⁶⁹ Das Recht zur Teilnahme obliegt dem Gesellschafter; eine Vertretung des Gesellschafters kann zulässig sein, wenn sie nicht sogar zwingend vorgeschrieben ist. Abhängig von der Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages können ein Gesellschafter bzw. eine Gesamtheit von Gesellschaftern, welche die im Gesellschaftsvertrag beschriebene Quote an Stimmen auf sich vereint, von der Geschäftsführung der Gesellschaft verlangen, dass eine Gesellschafterversammlung einberufen wird. Beschlüsse der Gesellschafter müssen im Zweifel einstimmig gefasst werden. Abweichend davon kann vereinbart werden, dass eine (qualifizierte) Mehrheit zur Beschlussfassung ausreichend ist.²⁷⁰

3.3.6. Die Fondsgeschäftsführung und der geschäftsführende Kommanditist

Die Geschäftsführung ist neben der Gesellschafterversammlung eines der wichtigsten Organe eines geschlossenen Fonds. Hier werden Entscheidungen des operativen Betriebes wie der Abschluss von Mietverträgen oder die Beauftragung von Dienstleistern entschieden und gesteuert, sofern hierzu keine anderslautenden Regelungen im Gesellschaftsvertrag getroffen sind. Die Geschäftsführung vertritt die Fondsgesellschaft nach außen.

Bei der Definition der Geschäftsführung kann auf gesetzliche Leitbilder und Beschreibungen der von ihnen zu erbringenden Leistungen zurückgegriffen werden: Die Geschäftsführung umfasst sämtliche tatsächlichen, rechtsgeschäftlichen, gewöhnlichen und außergewöhnlichen Aktivitäten der Gesellschafter, die auf die Verwirklichung des Gesellschaftszweckes gerichtet sind. Typische Beispiele sind das Organisieren der Gesellschaft und das Informieren über diese, die Beauftragung und Anleitung von Personal oder Dienstleistern, die Aufstellung des Jahresabschlusses, kaufmännische Berechnungen, die Abwicklung von Finanzierungen, die

²⁶⁹ Vgl. Schmidt (2002), S. 1096.

²⁷⁰ Vgl. Schmidt (2002), S. 1396. In der Regel ist eine einfache Mehrheit für die laufenden Angelegenheiten der Gesellschaft vorgesehen; qualifizierte bzw. einstimmige Entscheidungen sind zumeist für Grundlagenbeschlüsse (z. B. Änderungen des Gesellschaftsvertrages, Veräußerung von wesentlichem Gesellschaftsvermögen etc.) vorgesehen.

laufende Vermietung, die Organisation des laufenden Geschäftes sowie die Abstimmung mit den Gesellschaftern.²⁷¹

Die Geschäftsführung einer BGB-Gesellschaft steht nach § 709 BGB den Gesellschaftern im Zweifel gemeinschaftlich zu. Da dies bei Publikumsgesellschaften operativ kaum möglich ist,²⁷² wird hier üblicherweise im Gesellschaftsvertrag eine abweichende Regelung zur Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis festgelegt. Die Einzelvertretungsbefugnis eines jeden Gesellschafters oder die Übertragung der Geschäftsführung auf einen einzelnen Gesellschafter oder eine bestimmte Gruppe von Gesellschaftern sind möglich.²⁷³

Für den Fall der Kommanditgesellschaft obliegt die Geschäftsführung und -vertretung dem Komplementär.²⁷⁴ Komplementär kann dabei ein persönlich haftender Gesellschafter (natürliche Person) oder eine Komplementär-GmbH (juristische Person) sein. Wird die Kommanditgesellschaft durch eine Komplementär-GmbH vertreten, obliegt die Geschäftsführung dem durch die GmbH berufenen Geschäftsführer. Der Gesellschaftsvertrag einer Kommanditgesellschaft kann hiervon abweichen und dem Kommanditisten Geschäftsführungsbefugnisse – nicht aber Vertretungsbefugnisse – verleihen.²⁷⁵ Einem Kommanditisten kann die Vertretungsbefugnis rechtsgeschäftlich z. B. durch Prokura erteilt werden.²⁷⁶ Um eine nach dem Steuerrecht vermögensverwaltende Personengesellschaft zu gestalten, wird neben der Komplementär-GmbH eine natürliche Person aus den Reihen der Gesellschafter zum (Mit-)Geschäftsführer bestellt.²⁷⁷

3.3.7. Der Geschäftsbesorger und die Verwaltung des laufenden Betriebes auf Gesellschafts- und Objektebene

Da die Objektgesellschaft in der Regel kein eigenes Personal für die Anlegerbetreuung bzw. -verwaltung und die aktive Bewirtschaftung des Assets beschäftigt, werden zur

²⁷¹ Vgl. Lütgert (2004), S. 11; vgl. auch Hopt et al. (2008), § 114, Rn. 2.

²⁷² Vgl. Neusel et al. (2005), S. 25.

²⁷³ Vgl. Schmidt (2002), S. 1747.

²⁷⁴ § 164 HGB und §§ 170, 161 Abs. 2, 125 HGB; vgl. auch Wagner (2015a), S. 864 f.

²⁷⁵ Vgl. Schmidt (2002), S. 1537.

²⁷⁶ Vgl. Wagner (2015a), S. 879.

²⁷⁷ § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG. Vgl. Wagner (2015a), S. 879. Zur gewerblichen Entprägung siehe auch Kapitel 3.2.3.

Abwicklung des operativen Geschäftes diverse Dienstleister beauftragt. Die Fondsgesellschaft bestellt einen Geschäftsbesorger²⁷⁸ und überträgt auf diesen die mit dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb verbundenen Aufgaben. Oftmals wird zwischen der gesellschaftsrechtlichen Verwaltung, also der Verwaltung der Anleger, dem Führen des Schriftverkehrs im Namen der Gesellschafter bzw. mit diesen, der Fondsbuchhaltung, der Einladung zur und der Organisation der Gesellschafterversammlung etc. sowie der ordinären Bewirtschaftung der Immobilie(n) unterschieden. So werden neben dem bzw. durch den Geschäftsbesorger weitere Dienstleister wie eine Hausverwaltung zur kaufmännischen Bewirtschaftung der Immobilie(n) und ein technisches Facility-Management beauftragt.²⁷⁹

Bei größeren Gesellschaften und insbesondere in Krisenzeiten empfiehlt es sich, spezialisierte Dienstleister mit der Abwicklung des operativen Geschäftes der Fondsgesellschaft zu beauftragen und geeignete Dienstleister im Bereich der Bewirtschaftung der Immobilien vertraglich zu binden.²⁸⁰ Die wesentlichen Gründe, warum dies ratsam ist, sind:

- Die Trennung der operativen Bewirtschaftung der Immobilie von Problemen, die im Krisenfall unter anderem im Gesellschafterbereich entstehen können,
- die Erhaltung der Flexibilität und Optimierungen in unterschiedlichen Bereichen, ohne dass jeweils das ganze Konstrukt davon betroffen wird,
- die Verhinderung des Erbengemeinschaftssyndroms (vollständige Unbeweglichkeit bei Meinungsverschiedenheit),
- die Verringerung der Angreifbarkeit durch Zwangsverwaltungen,
- die verbesserte Gestaltung von Controlling-Funktionen und das unabhängige Durchgreifen dieser,

²⁷⁸ Auch Fondsmanager genannt.

²⁷⁹ Die Trennung der beiden Aufgabengebiete hängt im Wesentlichen von der Größe und dem Umfang der zu bewirtschaftenden Gesellschaft/Immobilie(n) ab. Bei kleineren Gesellschaften mit einer überschaubaren Anzahl an Gesellschaftern und einem überschaubaren Immobilienprojekt, kann es – soweit die fachliche Qualifikation dafür vorliegt – aus Kostengründen auch Sinn ergeben, die Geschäftsführung mit diesen Aufgaben zu betrauen.

²⁸⁰ Vgl. Lütgert (2004), S. 12.

- die spezifische Leistungserfüllung der Hausverwaltung insbesondere im Vermietungsbereich (der wesentliche Cashflow und damit Ausschüttungstreiber wird nur durch die Immobilie des Fonds dargestellt).²⁸¹

3.3.8. Der Beirat

Die Fondsgesellschafter sind oft über das gesamte Bundesgebiet verstreut und setzen sich üblicherweise nur unregelmäßig mit ihrer Fondsbeteiligung auseinander. Eine Kontrolle der Geschäftsführung durch die Anleger ist daher kaum möglich.²⁸² Im Rahmen der gesellschaftsvertraglichen Gestaltungsfreiheit können die gesetzlich zwingend vorgesehenen Organe durch einen Beirat (auch Verwaltungsrat, Lenkungsausschuss oder Aufsichtsrat genannt) ergänzt werden.²⁸³ Da dessen Befugnisse nicht gesetzlich geregelt sind, werden seine Rechte und Pflichten in Gesellschaftsverträgen festgelegt.²⁸⁴ Das Organ des Beirates kann ein in seiner Vielfalt schillerndes Gestaltungsinstrument sein. Möglich sind ein einflussloses Honorargremium, eine Repräsentanz der Mitglieder der Gesellschafterversammlung oder auch ein der Geschäftsführung zur Seite gestelltes Leitungsorgan.²⁸⁵ Vor dem Hintergrund des Medienerlasses vom 05.08.2003²⁸⁶ sowie des fünften Bauherrenerlasses vom 20.10.2003²⁸⁷ hat die Bedeutung von Beiräten im Rahmen von Fondsgesellschaften stark zugenommen – die Mitwirkungsrechte der Fondsgesellschafter haben über die zur Anerkennung der Mitunternehmer-eigenschaft nach § 15 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 EStG geforderte Initiative hinauszugehen.²⁸⁸ Eine solche wesentliche Einflussnahme besteht nicht nur darin, dass der Initiator als Gesellschafter oder Geschäftsführer der Fondsgesellschaft handelt, sondern es muss die Möglichkeit der Einflussnahme durch die Gesellschafter selbst gegeben sein, die sie innerhalb des Fonds im

²⁸¹ Aufzählung in Anlehnung an Lütgert (2004), S. 12.

²⁸² Vgl. Neusel et al. (2005), S. 37.

²⁸³ Dazu Schmidt (2002), S. 418, S. 1650, S. 1674 f. Für Personengesellschaften sieht der Gesetzgeber neben den Gesellschaftern und der Geschäftsführung grundsätzlich keine weiteren Organe vor. Fakultativ ist der Aufsichtsrat insofern, als GbR, OHG und KG nicht gesetzlich verpflichtet sind, einen solchen zu installieren. Vgl. hierzu auch Neusel et al. (2005), S. 37.

²⁸⁴ Vgl. Wagner (2015a), S. 866 ff.; vgl. Neusel et al. (2005), S. 37.

²⁸⁵ Vgl. Schmidt (2002), S. 418; vgl. auch Wagner (2015a), S. 866 ff.

²⁸⁶ Vgl. BMF-Schreiben vom 05.08.2003, Az. IV A 6 – S 2241-81/03.

²⁸⁷ Vgl. BMF-Schreiben vom 20.10.2003, Az. IV C 3 – S 2253a-48/03.

²⁸⁸ Vgl. BMF-Schreiben vom 05.08.2003, Az. IV A 6 – S 2241-81/03.

Rahmen der gesellschaftsrechtlichen Verbundenheit ausüben.²⁸⁹ Der Medienerlass vom 05.08.2003 geht sogar so weit, dass eine Vertretung durch konzeptionell vorbestimmte Dritte (z. B. Treuhänder oder Beirat) nicht ausreicht. Dem Beirat oder einem vergleichbaren Medium dürfen weder der Initiator noch Personen aus seinem Umfeld angehören. Über die Einrichtung und Zusammensetzung eines Beirates dürfen allein die Gesellschafter frühestens zu einem Zeitpunkt entscheiden, zu dem mindestens 50 % des prospektierten Kapitals eingezahlt sind.²⁹⁰ Eine ausreichende Möglichkeit der Einflussnahme ist gegeben, wenn der Fonds bzw. dessen Gesellschafter rechtlich und tatsächlich in der Lage sind, wesentliche Teile des Konzeptes zu verändern. Kernaussage der beiden Erlasse ist somit, dass den Fondsgesellschaftern eine möglichst vollständige Einflussnahme auf das zu realisierende Projekt zugestanden werden muss.²⁹¹ Eine möglichst vollständige Einflussnahme ist auch dann gegeben, wenn aus den Reihen der Gesellschafter ein Beirat gewählt wurde, der je nach Ausgestaltung seiner Rechte und Pflichten die Möglichkeit hat, beratend und überwachend bis hin zur Erteilung von Anweisungen gegenüber der Geschäftsleitung tätig zu werden. Auch kann in den Gesellschaftsverträgen bestimmt sein, dass umfangreiche und ggf. haftungsrelevante Entscheidungen der Geschäftsführung nur nach Zustimmung des Kontrollorganes getroffen werden dürfen. Aufgrund von Größe und Anzahl diverser Publikumsgesellschaften hat die Finanzverwaltung ihre Anforderungen dahingehend relativiert, dass alltägliche, im operativen Geschäft anfallende Entscheidungen auch durch einen von der Gesellschafterversammlung bestimmten Beirat im Namen der Gesellschafterversammlung getroffen werden können.²⁹²

3.3.9. Die finanzierende Bank und Dienstleister

Ein weiterer an der Gesellschaft maßgeblich beteiligter Akteur ist die finanzierende Bank. In den meisten Fällen wird neben dem durch die Gesellschafter einzubringenden Eigenkapital weiteres Fremdkapital zur Finanzierung der Immobilie(n) aufgewendet, auch um den Leverage-Effekt optimal nutzen zu können. In der Regel setzt sich die Bank nur zum Zeitpunkt der Anfangsfinanzierung und ggf. zum Zeitpunkt der Refinanzierung mit dem begebenen

²⁸⁹ Vgl. BMF-Schreiben vom 05.08.2003, Az. IV A 6 – S 2241-81/03.

²⁹⁰ Vgl. BMF-Schreiben vom 05.08.2003, Az. IV A 6 – S 2241-81/03.

²⁹¹ Vgl. BMF-Schreiben vom 05.08.2003, Az. IV A 6 – S 2241-81/03.

²⁹² Vgl. Bost und Halfpap (2009), S. 16 ff.

Darlehen auseinander. Während der Laufzeit hat die Gesellschaft Zins- und ggf. Tilgungszahlungen pünktlich zu leisten und – soweit vereinbart – der Bank Reportings und Jahresabschlüsse zur Verfügung zu stellen. Erst wenn es für das finanzierende Institut absehbar ist, dass die von ihm begebene Finanzierung nicht mehr werthaltig ist und Zahlungsausfälle drohen, nimmt es wieder Kontakt mit dem Kreditnehmer auf.

Die Liste der am Immobilienfonds beteiligten Dienstleister ließe sich nahezu endlos fortführen. Zu nennen sind hier als die wichtigsten unter anderem Bauunternehmer, Nachunternehmer, Makler, Steuerberater und Juristen, die alle dazu beitragen, den Fondsbetrieb und den Betrieb der Immobilie, in die investiert wird, aufrecht zu erhalten.

3.4. Die Ausgestaltung von geschlossenen Fonds

Im Wesentlichen lassen sich geschlossene Immobilienfonds in steuerorientierte und ausschüttungsorientierte bzw. nach Belegenheit des Investitionsobjektes in inländische und ausländische Immobilienfonds unterteilen.²⁹³

Der geschlossene Immobilienfonds galt bis zur Beschränkung der Verlustverrechnung im Jahr 2005 aufgrund des steuerlichen Gestaltungsspielraumes lange als attraktives Steuerspar- bzw. Steuerstundungsmodell.²⁹⁴ Die Konzeption einer hohen (anfänglichen) Verlustzuweisung – auch negatives Anlaufergebnis genannt – hat die individuelle Steuerlast der Kapitalanleger teilweise erheblich gesenkt.²⁹⁵ Unter Zuhilfenahme einer hohen Fremdfinanzierung und einhergehend mit der Steuerrückerstattung im Investitionsjahr konnten Anleger die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds quersubventionieren. Kapitalanleger mit einem hohen Grenzsteuersatz haben mit einer Beteiligung an einen geschlossenen Immobilienfonds die heute von ihnen selbst zu tragende Steuerbelastung auf später (ins Rentenalter) verschoben, in der Annahme, dass ihre gesamte Steuerlast dann deutlich geringer sein würde.²⁹⁶

²⁹³ In der Praxis können auch Mischformen auftreten. Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102.

²⁹⁴ Vgl. Zander et al. (2013), S. 167; vgl. auch Bartlsperger et al. (2007), S. 76.

²⁹⁵ Vgl. Zander et al. (2013), S. 167.

²⁹⁶ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 76.

Mit dem Wegfall der Steuervorteile, der Abschaffung der Sonderabschreibungen und den Veränderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen (unter anderem der Einführung der § 2b EStG und §§ 15a und 15b EStG)²⁹⁷ sind die negativen steuerlichen Ergebnisse der Fonds in der Investitionsphase deutlich gesunken.²⁹⁸ Anstatt der steuerlichen Vorteile rückten die laufende Rendite und der Sicherheitsaspekt eines geschlossenen Fonds ins Zentrum der Anlageentscheidungen.²⁹⁹

Seitdem stehen das Erzielen laufender Erträge aus Vermietung und Verpachtung von Immobilien sowie der erhoffte langfristige Wertzuwachs im Vordergrund.³⁰⁰ Laufende Liquiditätsüberschüsse sowie ein ggf. erzielbarer Veräußerungsgewinn zum Ende der Laufzeit werden dabei an die Anleger ausgeschüttet. Steuerliche Möglichkeiten (z. B. die Abschreibung bei Immobilien) werden genutzt, um möglichst hohe Nachsteuerrenditen auf Ebene der Anleger zu erzielen.³⁰¹ Der Sicherheitsgedanke hat übergeordnete Bedeutung gewonnen.³⁰² Als Zielgruppe solcher Immobilienfonds kommen nicht nur Spitzenverdiener, sondern auch Anleger mit mittlerem Einkommen in Frage. Die teilweise steuerfreien Ausschüttungen, die ein inflationsgeschütztes Einkommen darstellen, stehen neben der Attraktivität einer Sacheinlage für diese Gruppe im Vordergrund.³⁰³

Bei inländischen Immobilienfonds investiert die Objektgesellschaft ausschließlich in Immobilien, die in Deutschland belegen sind. Geschlossene Immobilienfonds, die ausschließlich in im Ausland belegene Immobilien investieren, erfreuten sich in der Vergangenheit immer

²⁹⁷ Mit Einführung der §§ 15a und 15b EStG. zum 11.12.2005 (BGBl. Teil I Nr. 76 vom 30.12.2005) wurde durch den Gesetzgeber die Beschränkung der Verlustverrechnung eingeführt. Die Verlustverrechnung bei Kommanditisten ist damit nur noch möglich, solange durch den Verlustanteil kein negatives Kapitalkonto entsteht oder sich dieses, wenn bereits entstanden, erhöht. Des Weiteren wurde geregelt, dass Verluste aus Steuerstundungsmodellen nicht mit Einkünften aus dem Gewerbebetrieb oder mit Einkünften anderer Art ausgeglichen werden dürfen.

²⁹⁸ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102.

²⁹⁹ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 76.

³⁰⁰ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 103.

³⁰¹ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 103; vgl. auch Loipfinger et al. (1997), S. 32.

³⁰² Vgl. auch Loipfinger et al. (1997), S. 32.

³⁰³ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 103; vgl. auch Loipfinger et al. (1997), S. 32.

größeren Zulaufes.³⁰⁴ Die Anleger nutzten die Chancen, die ausländische Immobilienmärkte bei gleichzeitiger Risikodiversifizierung durch Ausnutzen unterschiedlicher Konjunktur- und Immobilienzyklen boten. Hinzu kamen mitunter teils erhebliche Steuervorteile. Erträge aus ausländischen Immobilien müssen in der Regel nach dem Belegenheitsprinzip, also im Ursprungsland versteuert werden. Dies führt bei einem vorhandenen Doppelbesteuerungsabkommen aufgrund von Steuerfreibeträgen und geringeren Steuersätzen zu Vorteilen im Vergleich zu einer Investition in Deutschland.³⁰⁵

3.5. Vorteile und Chancen geschlossener Immobilienfonds

Übergeordnetes Ziel eines Investments in einen Immobilienfonds ist – wie bei jedem anderen Anlagegut auch –, Erträge auf das eingesetzte Kapital zu erzielen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass ein Investment in geschlossene Immobilienfonds als spekulativ³⁰⁶ einzustufen ist, sollten nach dem Grundsatz der Betriebswirtschaftslehre auch höhere Erträge generiert werden als mit risikoärmeren Anlageformen. Die über die Laufzeit kumulierten Erträge, ergänzt um den Veräußerungserlös, sollen nach Möglichkeit die Gesamtinvestition (deutlich) übersteigen. Daneben kann ein geschlossener Immobilienfonds, wie nachfolgend erläutert, weitere Vorteile bieten.

3.5.1. Zugang zu Großprojekten durch Losgrößentransformation

Der Erwerb von Anteilsscheinen an einer Objektgesellschaft, die direkt oder indirekt Immobilien hält, ist für den Anleger eine Alternative zu einem Direktinvestment, das immer ein Klumpenrisiko mit sich bringt. Durch den Verkauf von Unternehmensanteilen an mehrere Anleger erfolgt eine Losgrößentransformation.³⁰⁷ Der geschlossene Immobilienfonds fungiert dabei als Kapitalsammelstelle, indem von vielen kleineren Anlegern finanzielle Mittel abgerufen

³⁰⁴ Laut dem Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014) wurden rd. 32 % des 2013 in Immobilien platzierten Eigenkapitals in ausländische Immobilien investiert. Das Bestandsinvestitionsvolumen (inkl. Fremdkapital) im Jahr 2013 entfällt zu rd. 37,8 % auf im Ausland gelegene Immobilien.

³⁰⁵ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 103.

³⁰⁶ Mögliche Risiken und Nachteile geschlossener Fonds werden in Kapitel 3.6 ausführlicher beschrieben.

³⁰⁷ Mittels der Losgrößentransformation transformieren Finanzintermediäre, z. B. die Objektgesellschaft, an der sich ein Anleger beteiligt, kleinere Geldbeträge in aggregierte Finanzbeträge, um diese am Markt zu investieren. Zum Thema Losgrößentransformation siehe auch Rottke und Krautz (2017), S. 778 f.; vgl. auch Sebastian et al. (2012), S. 5.

werden, um diese zu einer Gruppe mit gleicher Zielvorstellung unter dem Deckmantel einer Objektgesellschaft zusammenzuschließen. Dem einzelnen Gesellschafter eröffnen sich durch die wesentlich kleinere Stückelungsgröße Möglichkeiten, sich mit seinem begrenzten Kapital und seinem meist geringen Wissen über Immobilieninvestitionen zu beteiligen, welche ihm ansonsten verwehrt blieben.³⁰⁸ Die Mindestbeteiligungssummen variieren bei geschlossenen Immobilienfonds, liegen aber nicht selten zwischen 5.000 und 25.000 EUR pro Anteil und damit deutlich über der Losgröße von offenen Immobilienfonds oder von Immobilien-AGs und REITs. Mittels der Losgrößentransformation haben Investoren die Möglichkeit, das zur Verfügung stehende Kapital u. a. auf mehrere Objektgesellschaften aufzuteilen und damit eine Diversifikation des zur Verfügung stehenden Kapitals zu erreichen.³⁰⁹ Damit verteilt der Anleger sein Risiko auf mehrere Wirtschaftsgüter und erhöht gleichzeitig die Chance, in ein Wirtschaftsgut zu investieren, das über die Renditeerwartungen hinaus performt.

3.5.2. Synergieeffekte dank professioneller Verarbeitung von Informationen und Fachwissens

Für jede Investition in ein Anlagegut ist unabdingbar, dass zum Zeitpunkt der Investition möglichst vollumfängliche Informationen und eine konkrete Bewertung des Investitionsobjektes gewährleistet werden können. Auf den Wert einer Immobilie haben unterschiedlichste externe Faktoren Einfluss.³¹⁰ Neben ihrer Bewertung sind umfangreiche und fundierte Kenntnisse in einer Vielzahl von Bereichen für die effiziente Bewirtschaftung der Immobilie und der Objektgesellschaft selbst notwendig. Dazu gehört neben volks- und betriebswirtschaftlichen Kenntnissen insbesondere auch steuerliche, rechtliche und technische Expertise. Hinzu kommt, dass bei Immobilien regional spezifische Informationen bei der Bewertung berücksichtigt werden müssen. Üblicherweise sind diverse Experten mit spezifischer Ausbildung über

³⁰⁸ Vgl. Sebastian (2003), S. 13 f.; Busse (2017), S. 934. Mit der Zeichnung eines Anteils und der damit verbundenen geringeren Einlage an einem geschlossenen Immobilienfonds erwirbt der Anleger wirtschaftliches Miteigentum an den Vermögensgegenständen der Objektgesellschaft und kann so von den Vorteilen der Assetklasse Immobilien profitieren. Vgl. Sebastian, Steininger und Wagner-Hauber (2012), S. 7.

³⁰⁹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 8, vgl. auch Rottke und Krautz (2017), S. 779.

³¹⁰ Die Einflüsse auf eine Immobilie sind vielfältig: Volkswirtschaftliches Umfeld, Zinslandschaft, Prognosen, Bausubstanz, Mikro- und Makrolage, Mieterstruktur und -bonität u. v. m.

den gesamten Lebenszyklus des Assets hinweg beteiligt.³¹¹ Wie bei anderen indirekten Immobilienanlagen auch, kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass geschlossenen Immobilienfonds spezialisierte Intermediäre den Strukturierungs-, Auswahl-, Ankaufs- und Verkaufsprozess sowie die nachgelagerte Bewirtschaftung und Instandhaltung aufgrund von Skaleneffekten und der dort vorhandenen Expertise wesentlich kostengünstiger und effizienter darstellen können, als dies dem einzelnen (Direkt-)Anleger möglich wäre.³¹² Auf dem Wege der Vertriebsvorbereitung erarbeitet der Initiator entsprechende Informationen und (Beteiligungs-)Verträge, auf deren Basis sich die Gesellschafter an dem vorstrukturierten Produkt unkompliziert beteiligen können.³¹³ Im Vergleich zum Direktinvestment in eine Immobilie ist der Zugang zu einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds und zu den notwendigen Informationen somit wesentlich einfacher.

Das Agieren von Experten bei der Strukturierung von geschlossenen Fonds enthebt den Anleger nicht der Verantwortung, sich ein Bild von dem Investitionsobjekt zu machen und einzuschätzen, ob ein Investment unter den im Verkaufsprospekt beschriebenen Bedingungen Aussicht auf Erfolg hat und für ihn sinnvoll ist. Ferner hat der Anleger die ihn betreffenden steuerlichen und rechtlichen Auswirkungen einer Zeichnung von Anteilen einzuschätzen.

Hinsichtlich der erforderlichen Transparenz kommt dem geschlossenen Immobilienfonds die geringe Anzahl an Investitionsobjekten zugute. Bereits beim Erwerb des Anteils sind im Verkaufsprospekt sowie im Gesellschaftsvertrag die wesentlichen Rahmenbedingungen festgelegt. Ergänzend dazu erhält der Anleger laufend Informationen (Sachstandsberichte, Jahresabschlüsse, Teilnahme an Gesellschafterversammlungen etc.) über die Beschaffenheit des Investments, den Sachstand in Bezug auf die Objektgesellschaft sowie sämtliche Vertragspartner.³¹⁴

³¹¹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 7. Zu den beteiligten Experten zählen u. a. Rechtsanwälte, Steuerberater, Techniker, Asset-Manager, Property-Manager, Volkswirte, Finanzierungsexperten etc.

³¹² Grundsätzlich werden Strukturkosten in einem geschlossenen Fonds höher sein als die eines offenen Immobilienfonds, da Skaleneffekte nicht in dem Maß erzielt werden können wie bei offenen Immobilienfonds. Ein eigenständig agierender (Direkt-)Anleger verzichtet in der Regel aus Renditegesichtspunkten bzw. begrenzten Informationsverarbeitungskapazitäten auf eine Vielzahl an Informationen. Zu den Skaleneffekten von Strukturkosten vgl. Sebastian (2003), S. 13.

³¹³ Vgl. hierzu auch Kapitel 3.5.4.

³¹⁴ Vgl. Rüschen (2009), S. 123.

3.5.3. Skalierung und Diversifikation des Risikos

Jede Investition in ein Anlagegut bringt eine gewisse Renditeerwartung des Kapitalanlegers und damit einhergehend ein spezifisches Risiko mit sich. Immobilieninvestitionen gehören per se zu eher risikoreichen Anlagen; die Renditeerwartung des Investors in Bezug auf eine Immobilieninvestition ist daher entsprechend höher.

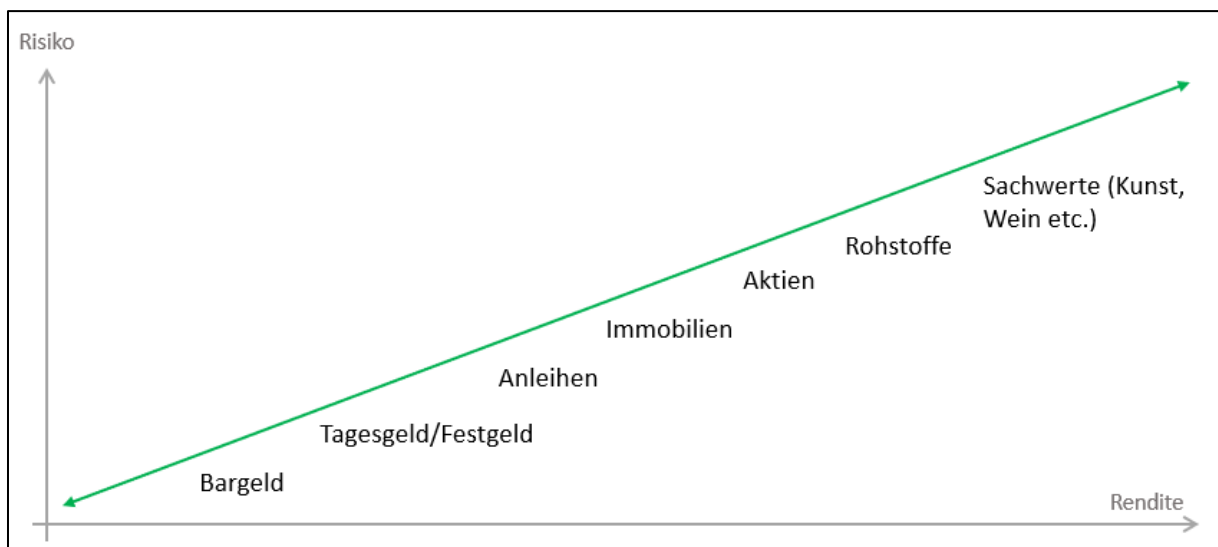


Abbildung 16: Rendite-/Risikoprofil unterschiedlicher Sachanlagen³¹⁵

Die Finanzkrise 2007 hat vielen Immobilienanlegern gezeigt, dass auch das sogenannte Betongold starken Marktschwankungen unterliegen kann. Die Entwicklung von Immobilienpreisen stagnierte damals oder war rückläufig. Transaktionsvolumen reduzierten sich, Anleger zogen das in indirekte Immobilien investierte Kapital ab – mit der Folge, dass sogar offene Immobilienfonds, die bis dahin als die liquideste Form der Immobilieninvestition galten, die Rücknahme von Anteilsscheinen aussetzen mussten, um übermäßigen Kapitalabfluss einzudämmen und damit die Zwangsfreisetzung von Kapital durch Ad-hoc-Verkäufe zu verhindern.

Neben den generellen mit einem Investitionsgut verbundenen Risiken bringen Immobilien naturgemäß ein hohes Klumpenrisiko mit sich. Vor allem Privatanleger gehen infolge ihres

³¹⁵ Quelle: eigene Darstellung. Auch innerhalb der Assetklasse Immobilien weichen Rendite und Risiko voneinander ab. Wohnimmobilien in strukturstarken Regionen weisen ein eher geringes Risiko auf als Gewerbe- oder Spezialimmobilien in strukturschwachen Regionen. Siehe dazu Rehkugler (2009), S. 218 ff.

üblicherweise begrenzten Kapitals häufig Klumpenrisiken ein³¹⁶ und verstoßen damit gegen den Grundsatz der Risikostreuung.³¹⁷ Zur Reduzierung des Klumpenrisikos kann, wie bereits ausgeführt, im Wesentlichen die Losgrößentransformation beitragen, da sie eine diverse Investition auch bei Anlageobjekten wie Immobilien ermöglicht.³¹⁸ Neben verschiedenen Assetklassen sind hinsichtlich der Risikostreuung auch Faktoren wie Regionalität, Laufzeiten, Volumen der Einzelinvestments, Risikoklassifizierung oder Emittenten relevant.³¹⁹ Die Beteiligung an einer indirekten Immobilienanlage kann eine solche Diversifikation bieten, wenn diese mehrere Objekte, einhergehend mit einer räumlichen Verteilung und unterschiedlichen Mieterstrukturen, einbezieht. Eine optimale Risikodiversifizierung im Bereich der Immobilieninvestitionen ist am ehesten zu erreichen, wenn primär auf ein großes Portfolio und sekundär auf regionale und sektorale Diversifizierung gesetzt wird.³²⁰ Die (wirtschaftliche) Entwicklung der zuvor genannten Faktoren und das damit einhergehende Risiko unterliegen unterschiedlichen Ursachen, die nicht vollständig miteinander korrelieren.³²¹

Mit beidseitig nicht kündbaren, langfristigen Mietverträgen besteht die Möglichkeit, sich von Konjunkturzyklen und Marktentwicklungen abzukoppeln. Besonders vorteilhaft wirken sich hierbei Marktpreisklauseln aus, da diese Inflationseffekte abfedern. Das Risiko kurzfristiger Marktabschwünge ist damit ausgeschaltet, vorausgesetzt, der Mieter verfügt über eine gute Bonität.³²² Der Anleger sollte davon ausgehen können, dass Initiatoren bzw. mit der

³¹⁶ Vgl. Ahlers (2006). Durch die Häufung von gleichen Beteiligungen, Vermögensanlagen oder anderen Engagements, deren kumulierter Umfang ein vertretbares Ausmaß übersteigt, entstehen Klumpenrisiken. Von einem Klumpenrisiko wird auch dann gesprochen, wenn überwiegende Teile des zur Verfügung stehenden Vermögens in ein Anlagegut, eine Assetklasse, regional begrenzt u. s. w. investiert wird.

³¹⁷ Vgl. Ahlers (2006).

³¹⁸ Vgl. hierzu auch das Kapitel 3.5.1.

³¹⁹ Bezogen auf die Immobilie kann in vielerlei Hinsicht diversifiziert werden: regional, überregional, international, in Ausbaustandards, Nachverdichtungsmöglichkeiten, Mietermix, Branche, Laufzeit der Mietverträge, Granularität der Mietverträge, Mietsteigerungspotenziale, Bonität der Mieter, Nutzungsarten, Klassifizierung der Immobilien nach deren Lage (A-, B- oder C-Standort), verantwortliche tätige Personen u. s. w.

³²⁰ Zur Diversifikation innerhalb der Assetklasse Immobilien siehe Rehkugler (2009), S. 218 ff.

³²¹ Vgl. Sebastian (2003), S. 14.

³²² Vgl. Busse (2017), S. 933 f. Zur Absicherung der Bonität könnten ggf. zwei Schwesterunternehmen als Gesamtschuldner in den Mietvertrag eintreten. Weiter kann die Bonität der Mieter über Avale und/oder Patronatserklärungen der Muttergesellschaften abgedeckt werden.

Bewirtschaftung geschlossener Immobilienfonds betraute Spezialisten in der Lage sind, Risiken besser einzuschätzen und ggf. zu selektieren, als er selbst.³²³

Mit Hilfe des Portfolioansatzes lässt sich das idiosynkratische Risiko mit zunehmender Anzahl der Immobilien reduzieren. Um eine optimale Risikodiversifikation zu erhalten, ist vor allem auf die absolute Anzahl (indirekter) Immobilieninvestments zu achten. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um objektspezifische und makroökonomische Merkmale, mit denen das Portfolio nach Nutzungsarten, Größe, Alter und nationalen bzw. regionalen Lagen diversifiziert werden kann.³²⁴

Der systematische Anteil des Risikos innerhalb der Immobilienwirtschaft ist dagegen nur minimal bis gar nicht diversifizierbar, da die Risiken Auswirkungen auf die gesamte Immobilienwirtschaft haben. Hierunter fallen z. B. das Mietmarktrisiko, das Grundstücksmarktrisiko oder generell das Konjunkturrisiko.

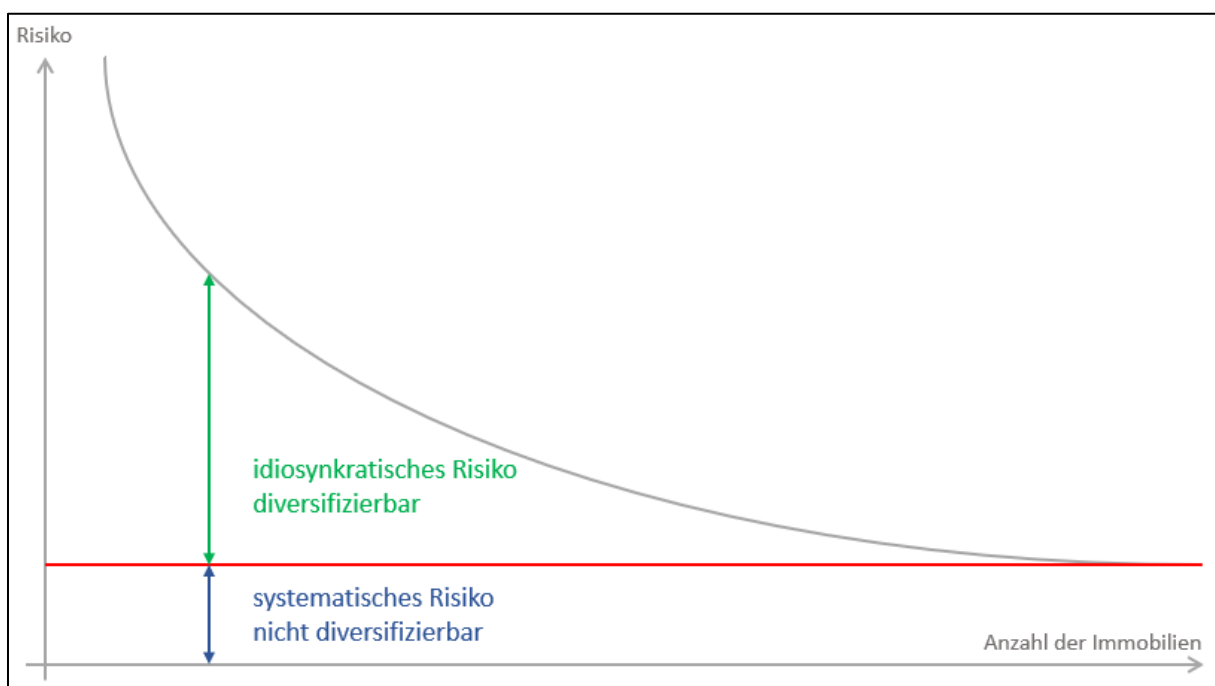


Abbildung 17: Zusammensetzung des Risikos einer (Immobilien-)Investition³²⁵

³²³ Vgl. Sebastian (2003), S. 14.

³²⁴ Zur Skalierung und Diversifikation des Risikos siehe auch Kapitel 3.5.3. Zur Diversifikation innerhalb der Assetklasse Immobilien vgl. auch ausführlich Rehkugler (2009), S. 218 ff. Vgl. Markowitz (1952), S. 77–91 und Strunkheide (2004), S. 27 ff.

³²⁵ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Rehkugler (2009), S. 214, abgebildet in Ross et al. (2005), S. 274.

Um auch das systematische Risiko der Assetklasse Immobilien zu reduzieren, ist es unumgänglich, das zur Verfügung stehende Kapital auch in andere Assetklassen zu investieren, um damit das Risiko z. B. eines allgemeinen Immobilienmarktabschwunges durch ein Investment z. B. in erneuerbare Energien kompensieren zu können. Nur so lässt sich das unvermeidliche systematische Klumpenrisiko weiter reduzieren.³²⁶

Da geschlossene Immobilienfonds in der Regel in eine einzelne oder wenige Immobilien investieren, besteht ein erhöhtes Klumpenrisiko, da ähnlich wie bei einer Direktanlage innerhalb der Objektgesellschaft keinerlei Diversifikation stattfindet.³²⁷ Unter dem Gesichtspunkt der Risikodiversifikation ist es daher sinnvoll, in Kombination mit der in Kapitel 3.5.1 beschriebenen Losgrößentransformation das dem versierten Anleger begrenzt zur Verfügung stehende Kapital auf mehrere Objektgesellschaften und damit auf mehrere Immobilienprojekte zu verteilen.³²⁸

3.5.4. Fungibilität, Transaktionsdauer und initiale Weichkosten

*„Ein Investment ist vollständig liquide, wenn es zu jeder Zeit sofort in jedem geforderten Volumen zu einem fairen Preis ohne Auf- oder Abschlag gehandelt werden kann.“*³²⁹ Ein direkter Erwerb einer Immobilie bedingt aufgrund der teilweise gesetzlich vorgeschriebenen Erwerbsnebenkosten per se schon sehr hohe Transaktionskosten.³³⁰ Neben den Grunderwerbskosten sind Notar- und Grundbuchkosten sowie die in der Regel anfallenden Vermittlungskosten eines Maklers zu berücksichtigen.³³¹ Hierbei noch nicht berücksichtigt sind etwaige

³²⁶ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 9 f.

³²⁷ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 10. Um den Grundsatz der Risikomischung zu erfüllen, ist nach § 261 Abs. 2 KAGB bei geschlossenen Fonds mindestens in drei Sachwerte zu investieren. Die quotale Gewichtung jedes einzelnen Sachwertes ist im Verhältnis des Fondsvolumens gleichmäßig zu verteilen. Anders heute: Der Grundsatz der Risikomischung nach § 262 KAGB gilt als erfüllt, wenn mind. in drei Sachwerte investiert wurde und deren quotale Gewichtung gleichmäßig verteilt ist. Vgl. hierzu auch Kapitel 4.4.3.

³²⁸ Vorausgesetzt, dass ein Anleger sein (begrenzt)es Kapital in verschiedene geschlossene Immobilienfonds investiert, wäre einer Risikodiversifikation nach Laufzeit, Losgröße, Initiator, Investitionsstandort, Mieterbonität etc. möglich.

³²⁹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 12.

³³⁰ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 12.

³³¹ Teilweise liegen die Grunderwerbskosten bereits bei 6,5 %. Neben den Kosten für Notar und Grundbuchamt sowie den Vermittlungskosten des Maklers kann dies in Summe zu Erwerbsnebenkosten von mehr als 10 % führen.

Steuerberatungs- oder Rechtsanwaltskosten sowie Kosten für die Erstellung von (Wert-)Gutachten sowie weitere Bank- und Beratungskosten im Rahmen des Ankaufs-, Transaktions- und Finanzierungsprozesses.

Vor dem Hintergrund der fehlenden Standardisierung und der Individualität eines jeden Immobilieninvestments ist die Transaktionsdauer eines Direktinvestments wesentlich länger als die des Erwerbes einer indirekten Finanzanlage. Der Direkterwerb einer Immobilie dauert in der Regel Tage, Wochen oder auch mehrere Monate. Der Erwerb des Anteils eines Immobilienfonds geht in der Regel deutlich schneller. Lediglich der Verkauf, insbesondere der Verkauf eines notleidenden Anteils, kann sich schwierig gestalten, was im weiteren Verlauf der Untersuchung noch genauer ausgeführt wird.³³²

Mit der Standardisierung des Vertriebes bzw. dem Erwerb von Anteilen an einem geschlossenen Immobilienfonds können vermeintlich niedrigere Transaktionskosten und kürzere Transaktionszeiten erreicht und kann die Fungibilität eines Immobilieninvestments – zumindest zum Zeitpunkt des Ankaufes – deutlich erhöht werden. Abhängig von der gewählten Rechts- und Beitrittsform ist hierfür keine notarielle Beurkundung notwendig, sodass für einen Beitritt die Unterschrift des Anlegers auf dem Zeichnungsschein ausreicht. Die Ausgabeaufschläge geschlossener Immobilienfonds liegen bei 3 % bis 5 %, unter Berücksichtigung zusätzlicher weicher Kosten. Gleichwohl ist zu bedenken, dass die zuvor genannten gesetzlichen Transaktionskosten gleichermaßen bei einem Direkterwerb wie bei einem Erwerb durch die Objektgesellschaft anfallen und die Kosten daher (mit Ausnahme der Kosten, die der Fixkostendegression oder zeitlichen Effizienz eines Intermediäres unterliegen) kumulativ zum Ausgabeaufschlag zu betrachten sind. Zu den weichen Kosten gehören auch all jene Kosten, die im Rahmen der Zeichnung zunächst aus dem Topf der Anlegergelder vergütet werden müssen, wie beispielsweise Vertriebsprovisionen für die Anteile geschlossener Fonds, Kick-back-Zahlungen oder Managementgebühren.³³³ Die (initialen) Gesamtkosten können unter Berücksichtigung der Ausgabeaufschläge, der weichen Kosten sowie der Kosten, die im Rahmen des Erwerbes der

³³² Zur Veräußerung von Gesellschaftsanteilen siehe auch Kapitel 3.6.7 und 5.7.2.

³³³ o. V. (2013).

Liegenschaft anfallen, schnell 15 % bis 25 % erreichen.³³⁴ Das Problem hierbei ist, dass jeder Euro, der nicht in die Immobilie investiert, sondern für die weichen Kosten ausgegeben wird, wieder erwirtschaftet werden muss, damit der Anleger keine Verluste macht.³³⁵ Bei geschlossenen Immobilienfonds ist daher die Betrachtung der sogenannten weichen Kosten ausschlaggebend, da diese ein entscheidendes Erfolgskriterium des Produktes darstellen.³³⁶

Mit Einführung des KAGB hat sich die Kostenstruktur geschlossener Immobilienfonds stark verändert. Im Zuge der Regulierungen konnten die initialen Weichkosten gesenkt werden, was im Gegenzug dazu geführt hat, dass die anfängliche Investitionsquote nun entsprechend höher ist.³³⁷

Über einen zunehmend besser etablierten Zweitmarkt, können Anteile an einem geschlossenen Fonds flexibler gehandelt werden, doch weisen bisherige Transaktionspreise Kursabschläge gegenüber den eigentlich fairen Werten der Fondsanteile auf.³³⁸ Außerdem ist hinsichtlich der Zweitmärkte zu berücksichtigen, dass Anteile oft zusätzlich mit einer Maklercourtage beaufschlagt werden. Abhängig von der gesellschaftsvertraglichen Regelung oder bei einer direkten Eintragung in das Handelsregister können weitere (Umschreibungs-)Gebühren der Fondsgesellschaft, des Treuhänders oder des Handelsregisters hinzukommen.

3.5.5. Laufende Kosten

Neben den bereits in Kapitel 3.5.4 beschriebenen Initialkosten fallen sowohl auf Ebene des Anlegers als auch auf Ebene der Objektgesellschaft weitere Kosten an, die durch die erwirtschafteten Erträge ausgeglichen werden müssen und somit die Rendite der Beteiligung entsprechend schmälern. Unabhängig davon, ob es sich um eine direkte oder indirekte

³³⁴ Zu den Gesamtkosten des Erwerbes von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds vgl. Rebitzer (2005), S. 23 und Scope Analysis GmbH (2015), S. 1 f. So auch Experte Nr. 05 (02.10.2019).

³³⁵ o. V. (2013).

³³⁶ Experte Nr. 05 (02.10.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019) haben im Rahmen der geführten Interviews zu Protokoll gegeben, dass die Höhe der „weichen“ Kosten ein wesentliches Kriterium für den Erfolg eines geschlossenen Fonds ist. Hohe anfängliche Kosten müssen zunächst wieder erwirtschaftet werden, bevor „Gewinne“ auf den Gesellschaftsanteil dargestellt werden können. So auch o. V. (2013).

³³⁷ Vgl. Scope Analysis GmbH (2015), S. 1 f.

³³⁸ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 14.

Immobilienanlage handelt, wird ein Investor ein Interesse daran haben, die renditeschmälernden Ausgaben auf ein Minimum zu begrenzen.³³⁹

Bei den laufenden Kosten lassen sich dabei objektspezifische Kosten und Kosten der Fondsstruktur unterscheiden. Die objektspezifischen Kosten fallen sowohl bei einer Direktanlage als auch bei einer indirekten Immobilienanlage an und bestehen im Wesentlichen aus Ausgaben für die Immobilienverwaltung und -bewirtschaftung,³⁴⁰ die laufende Instandhaltung und die laufenden, nicht auf den Mieter umlegbaren, Betriebskosten (Heizung, Grundsteuer, Versicherungen, Wasser etc.) der Immobilie.³⁴¹

Ein geschlossener Immobilienfonds hält in der Regel kein eigenes Personal vor. Daher ist neben der Immobilienverwaltung noch ein Geschäftsbesorger zur Bewirtschaftung der Objektgesellschaft zu beauftragen, der sich um die operativen Belange der Objektgesellschaft bemüht. Sofern Anleger sich treuhänderisch an der Gesellschaft beteiligen, ist neben den zuvor genannten Parteien noch ein Treuhänder zu beauftragen.³⁴²

Die dafür anfallenden Kosten schmälern zwar die Rendite, jedoch können durch die Beauftragung von Spezialisten zahlreiche Risiken gemindert oder vermieden werden, sodass sich die Investitionssicherheit deutlich erhöht. Gleichzeitig darf angenommen werden, dass die Betriebsabläufe zur Bewirtschaftung der Immobilie und der Gesellschafter durch Spezialisten wesentlich (kosten-)effizienter dargestellt werden können, als dies einem (Privat-)Anleger möglich wäre. Für die Verwaltung der Immobilien als auch für die Verwaltung der Objektgesellschaften gilt gleichermaßen: Je größer das Mandat ist, desto geringer sind die jeweils anteiligen Verwaltungskosten.³⁴³

³³⁹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 15.

³⁴⁰ Abhängig von der Größe der Immobilie werden in der Regel eine WEG-Verwaltung, eine Hausverwaltung und ein technisches Objektmanagement zu beauftragen sein.

³⁴¹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 15.

³⁴² Die Objektgesellschaft ist für die Beauftragung von Dienstleistern (zum Beispiel der Beauftragung der Hausverwaltung) aber auch für die Erstellung des Jahresabschlusses der Objektgesellschaft verantwortlich. Des Weiteren sind die ordinären Aufgaben der Objektgesellschaft die Anlegerverwaltung, die Einberufung und Durchführung der Gesellschafterversammlung sowie die Ausschüttung des Gewinns an die Gesellschafter.

³⁴³ Mittels Fixkostendegression lassen sich „sowieso“-Kosten (z. B. das Vorhalten eines Syndikus, einer Controlling- oder Marketingabteilung etc.) auf diverse Verwaltungsmandate aufteilen und effizienter nutzen. Vgl. Busse (2017), S. 934. Die laufenden Verwaltungskosten der Geschäftsbesorgung liegen bei geschlossenen

3.6. Risiken und Nachteile geschlossener Immobilienfonds

Jede Investition und somit auch die in einen geschlossenen Immobilienfonds bringt gewisse Risiken und Nachteile mit sich. Wie bei jeder wirtschaftlichen Beteiligung stellt das Risiko die Kehrseite der wirtschaftlichen Chancen – sofern keine mutwilligen oder kriminellen Handlungen vorliegen – dar.³⁴⁴ Diese Risiken und Nachteile sind vom Anleger zu prüfen und zu bewerten, zumal es sich bei einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds um eine langfristige unternehmerische Beteiligung handelt.³⁴⁵ Geschlossene Immobilienfonds werden immer wieder mit Betrugsfällen und schlechten Renditen bis hin zu Totalausfällen in Verbindung gebracht.³⁴⁶

Zukünftige Entwicklungen können nur schwer eingeschätzt werden. Aufgabe eines jeden Fondsinitiators, der (Vertriebs-)Berater und der Anleger selbst ist es, die latenten, zukünftigen Risiken und Nachteile zu identifizieren, zu bewerten und soweit möglich entsprechende Vorsorge zu treffen. Einige Risiken lassen sich nur bedingt durch Sicherungsmechanismen auf andere Parteien auslagern und verbleiben somit unvermeidlich beim Fondsanleger.³⁴⁷ Vielen Risiken einer geschlossenen Beteiligung kann aber vorgebeugt werden.³⁴⁸

3.6.1. Objekt-, Miet- und Wertentwicklungsrisiken

Bei Objekttrisiken handelt es sich um Risiken, die in Zusammenhang mit der Immobilie stehen, wie etwa Altlasten, eine mangelhafte Qualität der Bausubstanz oder ein (erheblicher) Instandhaltungsstau. Diese Risiken lassen sich im Rahmen einer (technischen) Ankaufsprüfung identifizieren und (monetär) bewerten. Mit der Auswahl geeigneter Nachunternehmer wie z. B.

Immobilienfonds bei rd. 1,2 % p. a. bezogen auf das vom Gesellschafter einbezahlte Eigenkapital. Die niedrigste Gebührenbelastung im Bereich der geschlossenen Beteiligungen weisen geschlossene Immobilienfonds auf. Vgl. Scope Analysis GmbH (2011), S. 4.

³⁴⁴ Vgl. Glauer (2014), S. 42.

³⁴⁵ Vgl. Edelmann (2015), S. 62 ff.; vgl. Busse (2017), S. 935.

³⁴⁶ Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff. Im Jahr 2015 erfüllten lediglich 6 % der geschlossenen Fonds die vom Initiator vorgerechneten Prognosen. Lediglich 43 % der aufgelegten geschlossenen Immobilienfonds haben dabei überhaupt Renditen erwirtschaftet. Rd. 57 % der aufgelegten geschlossenen Immobilienfonds haben Kapitalverluste eingefahren.

³⁴⁷ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 119.

³⁴⁸ Nachfolgende Aufzählung teilweise in Anlehnung an Freitag und Ernst (2005), S. 119 f., ergänzt durch Ausführungen Werner (2009), S. 95 ff.

Bauunternehmen (bei Neu- oder Umbauprojekten) oder technischen Dienstleistern lassen sich Risiken im laufenden Betrieb der Immobilie weiter reduzieren.

Immobilien, die sich einer guten baulichen Substanz erfreuen, ein ordentliches und sauberes Erscheinungsbild abgeben und in einem guten technischen Zustand sind, können in der Regel wesentlich erfolgreicher am Markt platziert werden als Immobilien, die Mängel aufweisen. Auslaufende Mietverhältnisse können (frühzeitig) prolongiert oder die betreffenden Flächen schon vor dem Ende des Mietvertrages am Markt platziert werden, wodurch sich das Anschlussvermietungsrisiko verringert. Die Auswahl von bonitätsstarken Mietern reduziert das Mietrisiko von vornherein. Gleichwohl bleibt ein Restrisiko: Verschlechtert sich die Bonität eines Ankermieters bzw. fällt dieser (vollständig) aus, fallen unvermeidlich nicht kalkulierte Leerstandszeiten und Nachvermietungskosten an.

Die beiden beschriebenen Merkmale, die Objektqualität in Verbindung mit einer guten Vermietbarkeit, haben maßgeblichen Einfluss auf die Wertentwicklung einer Immobilie. Bauliche Mängel und kurzfristige Vermietungen an eher bonitätsschwache Mieter zu geringen Mietzinsen führen zu einer Abwertung des Immobilienwertes. Immobilien mit guter Bausubstanz an Standorten mit guten Wirtschafts- und Konjunkturprognosen hingegen haben die Chance auf zukünftige positive Wertentwicklungen.³⁴⁹

3.6.2. Finanzierungsrisiken

Die größtmögliche Finanzierungssicherheit wird durch eine vollständige Eigenkapitalfinanzierung der Objektgesellschaft erreicht. Wesentlicher Renditetreiber eines Immobilienprojektes ist hingegen die Ausnutzung des Leverage-Effekts unter Zuhilfenahme einer möglichst hohen Fremdkapitalquote. Welchem dieser beiden sich gegenseitig ausschließenden Vorteile jeweils der Vorzug gegeben wird, muss je nach Produkt individuell entschieden werden. Eine (anteilige) Finanzierung des Immobilienkaufpreises ist zum Zeitpunkt der Zeichnung üblicherweise bereits gewährleistet, da ein Fondsiniciator keinen geschlossenen Immobilienfonds auf den Markt bringen und keinen Kaufvertrag für den Erwerb eines Objektes unterschreiben wird,

³⁴⁹ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 119, vgl. auch Walch (2006), S. 40 f.

solange keine Finanzierungszusage seitens einer Bank vorliegt – zu groß wäre das Risiko, im Fall einer Ablehnung durch die Bank gegenüber den Anlegern vertragsbrüchig zu werden.

Neben einer gesicherten Finanzierung zum Zeitpunkt der Platzierung der Gesellschaftsanteile und des Ankaufes des Immobilienprojektes sind das Zinsänderungsrisiko sowie das Risiko der Anschlussfinanzierung bei Auslaufen der Zinsfestschreibung zu bewerten. Durch möglichst langfristige Kreditverträge, üblicherweise zehn Jahre oder mehr, wird versucht, möglichst große Kalkulationssicherheit auf Ebene der Objektgesellschaft zu gewährleisten. Für eine mögliche Restschuld nach Auslaufen der Zinsbindung muss für die Anschlussfinanzierung ein realistischer Zinssatz kalkuliert werden. Ein zu niedrig kalkulierter Zinssatz kann – insbesondere in einem Marktumfeld mit einer steigenden Zinsstruktur – zu erheblichen Liquiditätsengpässen im Zuge der Anschlussfinanzierung führen. Einer Untersuchung der Deutsche Fondsresearch zufolge gehört eine zu teure Anschlussfinanzierung zu den häufigsten Gründen einer Sanierungsbedürftigkeit.³⁵⁰ Bei jedem zehnten geschlossenen Immobilienfonds bestand in den Jahren 2012 bis 2015 die Gefahr, deswegen zum Sanierungsfall zu werden.³⁵¹ Ist die Fremdfinanzierung in einer ausländischen Währung aufgenommen worden, ist zudem das Fremdwährungsrisiko (Wechselkursschwankungen) einzupreisen.³⁵²

Neben einer Fremdfinanzierung des Immobilienwertes sind Anleger dazu übergegangen, den Kaufpreis der Beteiligung ganz oder teilweise über die Aufnahme von Fremdmitteln zu finanzieren. Dies ist insbesondere aus steuerlicher Sicht günstig. Zudem eröffnet es dem Anleger die Möglichkeit, sich mit einem höheren als dem ihm als Eigenkapital zur Verfügung stehenden Betrag an der Objektgesellschaft zu beteiligen.

In der Regel bleibt im Fall einer Krise zunächst die Verzinsung des durch die Anleger in die Objektgesellschaft eingebrachten (Eigen-)Kapitals aus. Dem fremdfinanzierenden Anleger fehlen dann die Überschüsse aus der Gesellschaft, um das aufgenommene Darlehen zur Refinanzierung seines Gesellschaftsanteiles zu bedienen. Das Darlehen der Objektgesellschaft wird zu diesem Zeitpunkt ggf. noch vertragskonform bedient.

³⁵⁰ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

³⁵¹ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

³⁵² Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 119; Busse (2017), S. 936.

Fatal wird die Lage, wenn Probleme mit der Fremdfinanzierung des Immobilienwertes und Probleme mit der Fremdfinanzierung des Anlegers zusammenkommen. Stellt die finanzierende Bank das an die Objektgesellschaft begebene Darlehen fällig und ist der Darlehenswert aufgrund von Abwertungen der Immobilie größer als der (Rest-)Immobilienwert selbst, wird die finanzierende Bank Nachschüsse³⁵³ von den Gesellschaftern fordern. Einhergehend mit der Abwertung des Immobilienwertes wird aber auch der Gesellschaftsanteil des Anlegers an Wert verloren haben. Neben der Rückforderung von Ausschüttungen bzw. Nachschussforderungen der Objektgesellschaft an den Gesellschafter wird die finanzierende Bank des Anlegers fordern, dass die Finanzierung für den Erwerb des Anteilsschein nach besichert oder zurückgeführt wird, womit dieser, wie vielfach geschehen, in der Kreditfalle sitzt.

3.6.3. Konzeptionelle und (gesellschafts-)rechtliche Risiken

Ein Finanzierungskonstrukt kann noch so gut durchdacht sein, es bringt immer konzeptionelle Risiken mit sich. Diese können sowohl in der Konzeptionierung selbst liegen als auch steuerlicher und juristischer Natur sein. Um diesen konzeptionellen Risiken entgegenzuwirken, ist ein Fondsinitiator gut beraten, die Fondsstruktur durch einen juristischen und steuerlichen Gutachter bewerten zu lassen; ganz vermeiden lassen sich diese Risiken jedoch nie.

Wesentlicher Bestandteil eines geschlossenen Fonds ist die vollständige Einbringung der Finanzierung. Hier treten konzeptionsbedingt Probleme auf, wenn die Finanzierungslast der Fondsgesellschaft (Zins und Tilgung) nicht durch die erzielbaren Mieten gedeckt ist bzw. anfängliche Zins- und Tilgungsaussetzungen vereinbart sind.³⁵⁴ Insbesondere in Fondsprospekten älteren Datums ist häufig zu lesen, dass die Prognoserechnung des Fonds vorsieht, Darlehen durch den Verkaufserlös eines gestiegenen Immobilienwertes zu tilgen oder zukünftige Zins- und Tilgungskonditionen an der Annahme eines bis dahin deutlich gestiegenen Mietpreisniveaus orientiert sind.³⁵⁵

³⁵³ Abhängig von der Gesellschaftsstruktur können auch bei vermeintlich haftungsbeschränkten Strukturen Nachschüsse bzw. Rückzahlungen der Gesellschafter gefordert werden. Zur Haftung des GbR- bzw. KG-Gesellschafters siehe auch Kapitel 3.2.1 und 3.2.2.

³⁵⁴ Vgl. Walch (2006), S. 47 f.

³⁵⁵ Vgl. Walch (2006), S. 47 f.

Hinzuweisen ist auch auf die Gefahr einer nicht vollständigen Platzierung des vorgesehenen Eigenkapitals. Können nicht alle notwendigen Eigenkapitalzusagen durch den Initiator eingeworben werden, ist die Zustimmung der finanzierenden Banken zu einer möglicherweise notwendigen Fremdmittelaufnahme fraglich. Der Erwerb des Objektes und damit die Grundlage der Erwirtschaftung von Renditen ist damit schon zu einem sehr frühen Zeitpunkt gefährdet: Immobilienfonds können also schon in Schwierigkeiten geraten, bevor sie überhaupt richtig gestartet sind.³⁵⁶

Hinzu kommen für den Anleger Risiken, die sich aus der gewählten Gesellschaftsform und den bekannten Vertragswerken ergeben. Weiter ist zu beachten, dass neue (Rechts-)Urteile der obersten (Finanz-)Behörde dazu führen, dass sich äußere Rahmenbedingungen ändern.

Generell gilt, dass sich der Anleger darüber im Klaren sein muss, dass er Kontrolle über sein Investment abgibt: Denn soweit die Gesellschafter im Rahmen von Gesellschafterversammlungen Beschlüsse fassen, erfolgen diese in der Regel als qualifizierte oder ggf. sogar einfache Mehrheitsbeschlüsse. Es kann daher nicht sichergestellt werden, dass alle Beschlüsse immer im Sinn eines jeden Gesellschafters gefasst und umgesetzt werden.

Bei geschlossenen Immobilienfonds kommt es bereits zu Beginn des Anlagehorizontes zu erheblichen Mittelabflüssen. Neben den initialen Erwerbsnebenkosten einer Immobilie sind für den Erwerb von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds Vertriebsprovisionen (Ausgabeaufschläge), Kick-Back-Zahlungen oder Managementgebühren einzukalkulieren. Nicht selten belaufen sich die Gesamtkosten unter Berücksichtigung der Ausgabeaufschläge, der weichen Kosten sowie der Kosten, die im Rahmen des Erwerbes der Liegenschaft anfallen, auf Beträge von 15 % bis 25 %.³⁵⁷ Im Gegenzug werden nur rd. 75 % bis 85 % des zur Verfügung gestellten Kapitals in die Immobilien investiert.³⁵⁸ Ein weiteres Problem ist hierbei, dass jeder Euro, der nicht zu Beginn in die Immobilie investiert wird, zunächst wieder erwirtschaftet werden muss,

³⁵⁶ Vgl. Walch (2006), S. 47 f.

³⁵⁷ Zu den Gesamtkosten des Erwerbes von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds vgl. Rebitzer (2005), S. 23 und Scope Analysis GmbH (2015), S. 1 f. So auch Experte Nr. 05 (02.10.2019). Vgl. hierzu auch Kapitel 3.5.4. Für geschlossene Immobilienfonds bis 2013 beliefen sich die Kosten durchschnittlich auf rd. 15,4 % exklusive Agio, was inkl. Agio in etwa einem Mittelwert von 15 % bis 25 % des investierten Eigenkapitals entspricht. Bei geschlossenen Immobilienfonds nach 2013 ist zu beobachten, dass die initialen Kosten leicht auf 11,6 % (exklusive Agio) gesunken sind.

³⁵⁸ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 14; vgl. auch Voigtmann (2010), S. 133 f.

bevor Gewinne erwirtschaftet werden können und der Anleger keine Verluste macht.³⁵⁹ Bei geschlossenen Immobilienfonds ist daher die Betrachtung dieser initialen Kosten unerlässlich, da sie mitunter ein entscheidendes Erfolgskriterium des Produktes darstellen.³⁶⁰

3.6.4. Propektrisiken

Sofern ein Verkaufsprospekt erstellt wurde, konnte dieser in der Vergangenheit mangels gesetzlich vorgeschriebener Prüfung unvollständig und/oder fehlerhaft sein. Die vom Initiator unterstellten Annahmen und gemachten Angaben wurden bis weit in die 1990er Jahre hinein meist weder geprüft noch verifiziert.

Erst seit Umsetzung der Neubekanntmachung vom 09.09.1998 müssen Anbieter von geschlossenen Fonds gemäß § 8a VerkProspG³⁶¹ einen Verkaufsprospekt veröffentlichen und diesen vor Veröffentlichung durch die BaFin einer formalen Vollständigkeitsprüfung zu unterziehen. Neben der gesetzlichen Vollständigkeitsprüfung wurden die Verkaufsprospekte teilweise zusätzlich einer freiwilligen Beurteilung durch einen Wirtschaftsprüfer unterzogen. Der Verkaufsprospekt wurde nach den *„Grundsätzen ordnungsgemäßer Beurteilung von Prospekten über öffentlich angebotene Kapitalanlagen“*³⁶² erstellt und es wurde ein entsprechendes Prospektprüfungsgutachten eines Wirtschaftsprüfers über die Einhaltung dieser Standards eingeholt. Dies geschah auch in der Absicht, das Vertrauen der Anleger zu gewinnen. Eine materielle Prüfung der inhaltlichen Prospektangaben auf Richtigkeit durch die BaFin allerdings wurde nicht durchgeführt, sodass mit der Freigabe des Prospektes durch die BaFin keine Aussage über die Seriosität und Bonität der Emittenten getroffen wurde.

Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht zum 22.07.2013 wurden die Anforderungen an die Veröffentlichung der Verkaufsprospekte nochmals deutlich erhöht. Gemäß § 268 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist ein Verkaufsprospekt (mit *„wesentlichen Anlegerinformationen“*)

³⁵⁹ o. V. (2013).

³⁶⁰ Zu den initialen Weichkosten vgl. auch Kapitel 3.5.4

³⁶¹ Bekanntmachung der Neufassung des Verkaufsprospektgesetzes; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 62 vom 09.09.1998, S. 2701 ff. Anlagebedingungen nebst Gesellschaftsvertrag unterlagen bis dahin keiner gesetzlichen Überwachung. Mit Einführung des § 8a VerkProspG (bzw. seit 01.07.2005 durch § 8f VerkProspG) unterlag der Verkaufsprospekt einer formalen, nicht aber einer materiellen Inhaltsprüfung durch die BaFin. Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie wurde der Genehmigungsumfang der BaFin ausgeweitet. Vgl. dazu Kapitel 5.4.6.

³⁶² Vgl. auch Freitag und Ernst (2005), S. 120. Vgl. auch Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2019).

zu erstellen, in dem die Anlagestrategie beschrieben und die Investitionsobjekte definiert ist und der neben dem Gesellschaftsvertrag vorab der BaFin zur Genehmigung vorzulegen ist.³⁶³

3.6.5. Das Risiko einer nicht eingetretenen Prognoserechnung

Wesentliches Merkmal eines erfolgreichen Vertriebes sind die idealerweise realistischen Prognoserechnungen einer Beteiligung. Anhand der Prognoserechnungen wird dem Anleger glaubhaft gemacht, dass unter den angenommenen Prämissen entsprechende Ausschüttungen und Erträge auf die gezeichnete Beteiligung erzielt werden können. So vielfältig wie die Parameter einer Prognoserechnung sind, ist auch das Risiko, dass diverse Parameter vom Initiator – bewusst oder unbewusst – falsch eingeschätzt werden. Die der Prognoserechnung zugrundeliegenden Annahmen können zu optimistisch sein, wenn Einnahmen zu hoch (z. B. infolge negativer Entwicklung der Mieterträge oder wenn der Verkaufserlös zum Ende der Laufzeit niedriger ist als erwartet) oder Ausgaben zu niedrig kalkuliert worden sind. Unterstellte Entwicklungen (z. B. Inflation, Mietpreisentwicklung etc.) können ebenfalls nicht wie erwartet eintreten und die Prognoserechnung zunichtemachen.³⁶⁴ So musste bei vielen Fonds mit der Zeit festgestellt werden, dass sich die erwarteten Mieteinnahmen, insbesondere im Rahmen der Nachvermietung, aufgrund einer anderen Marktentwicklung nicht so entwickelt haben, wie dies im Fondsprospekt vorgesehen war.

Es obliegt dem Anleger, ggf. unter Zuhilfenahme geeigneter Berater, die Prognoserechnungen bzw. die darin getroffenen Annahmen zu verifizieren und einzuschätzen. Sofern ein solcher vorhanden ist, empfiehlt es sich, den Track-Record des Initiators zu untersuchen. Vertrauenswürdige Initiatoren streben nach einer langfristigen und erfolgreichen Präsenz am Markt und werden entsprechende Risikopositionen zur Absicherung des Produkterfolges in die Prognoserechnungen einbeziehen.

³⁶³ Zu den Neuerungen des KAGB vergleiche auch Kapitel 4. Zur Prospektspflicht und Genehmigung durch die BaFin vgl. insbesondere Kapitel 4.4.6.

³⁶⁴ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 120; Busse (2017), S. 935.

3.6.6. Haftung der Gesellschafter und (Total-)Verlustrisiko des Eigenkapitals

Für die Erfüllung von Verbindlichkeiten einer Unternehmung wird zunächst das in der Gesellschaft vorhandene Anlage- und Umlaufvermögen herangezogen. Wirtschaftlicher Misserfolg der Fondsgesellschaft kann aber dazu führen, dass die Gesellschaft liquidiert werden muss oder eine entstandene Deckungslücke durch Nachschüsse zu schließen ist. Da es sich bei geschlossenen Immobilienfonds um eine unternehmerische Beteiligung handelt, haften die Anleger als Gesellschafter – abhängig von der Ausgestaltung der Rechtsform der Gesellschaft – in dem Fall, dass die Vermögensgegenstände bei Engpässen oder im Liquidationsfall nicht ausreichen, die Verbindlichkeiten der Gesellschaft zu decken.

Im Fall der Liquidation der Gesellschaft steht den Gläubigern, im Wesentlichen der finanzierenden Bank, der Veräußerungserlös der Immobilien zur Erfüllung ihrer Ansprüche zur Verfügung. Reicht der Veräußerungserlös nicht aus, haften die Anleger mit ihrer Einlage und müssen damit rechnen, Nachschüsse leisten zu müssen. Besonders teuer kann dies bei Personengesellschaften mit unbeschränkter Haftung werden.³⁶⁵ Dieses Risiko kann nur bedingt durch den Abschluss von Einlagenversicherungen, wie sie bei anderen Finanzprodukten vielfach üblich sind, gedeckt werden.³⁶⁶

3.6.7. Mangelnde Fungibilität und unzureichende Möglichkeiten der Bewertung

Bei geschlossenen Immobilienfonds handelt es sich grundsätzlich um ein langfristiges Investment. Die (Fest-)Laufzeit beträgt nicht selten zehn bis 20 Jahre. Vereinzelt finden sich Gesellschaften mit einer unbefristeten Laufzeit, bei denen in aller Regel ein ordentliches Kündigungsrecht der Beteiligung ausgeschlossen wird bzw. ein erstmaliges Kündigungsrecht erst Jahre oder sogar Jahrzehnte nach dem Beitritt ausgesprochen werden kann.³⁶⁷ Die Höhe des durch die Gesellschafter eingebrachten Eigenkapitals bleibt in der Regel über die Laufzeit konstant; nach vollständiger Zeichnung wird der Fonds geschlossen. Nur in seltenen Fällen ist eine

³⁶⁵ Zur Haftung der Gesellschafter vergleiche auch Kapitel 3.2.

³⁶⁶ Z. B. könnte sich die Geschäftsführung der Fondsgesellschaft über eine „Directors-and-Officers-Versicherung“ gegen Schadensersatzansprüche der Gesellschafter gegen die Geschäftsleitung absichern. Bei Fehlscheidungen der Geschäftsführung haben die Gesellschafter dann die Möglichkeit, die Geschäftsleitung finanziell in die Pflicht zu nehmen, und grenzen dabei die persönliche Solvenz der Geschäftsleitung aus.

³⁶⁷ Vgl. Glauer (2014), S. 42. Das solche Bedingungen zulässig sind, ergibt sich auch schon aus dem Gesetzeswortlaut gem. § 723 Abs. 1 Satz 1 BGB.

Veränderung des Stammkapitals z. B. aufgrund des Ausscheidens von Gesellschaftern im Todes- oder Insolvenzfall vorgesehen. Ausscheidungswilligen Gesellschaftern müsste einbezahltes Eigenkapital zurückgezahlt werden, was ja gerade aufgrund eines fehlenden Deckungsstockes nicht möglich ist.

Sofern gemäß Gesellschafts- und/oder Treuhandvertrag eine vorzeitige Veräußerung des Anteils gestattet ist, kann dem Initiator, dem Komplementär, den Mitgesellschaftern oder dem Treuhänder im Gesellschaftsvertrag ein Mitbestimmungsrecht zur Anteilsübertragung eingeräumt werden. Die Anteilsübertragung kann in diesem Fall nur unter Vorbehalt vereinbart werden, sofern die Zustimmung nicht bereits vor Anteilsübertragung vorliegt. Die Anteilsübertragung kann nach den Regelungen des Gesellschaftsvertrages üblicherweise „aus wichtigem Grund“ versagt werden, sofern sich hierzu keine anderslautenden Regelungen im Gesellschaftsvertrag finden. Ein gewichtiger Grund kann z. B. dann vorliegen, wenn durch eine teilweise Übertragung ein im Gesellschaftsvertrag verankerter Mindestbetrag je Anleger unterschritten oder wenn ein zu geringer Anteilswert veranschlagt wird, da dies Einfluss auf die Bewertung der übrigen Gesellschaftsanteile haben kann.

Eine verpflichtende Rücknahme der Geschäftsanteile durch den Fondsiniciator besteht – anders als bei offenen Investmentfonds – nicht. Im Wesentlichen hat sich der Gesellschafter selbst darum zu bemühen, einen potenziellen Käufer zu finden, etwa durch Ansprache der Mitgesellschafter über die Gesellschafterversammlung.

Im Übrigen ist die Veräußerung eines Gesellschaftsanteils ein schwieriges Unterfangen, denn es fehlt an einem etablierten und stets fungiblen Zweitmarkt, an dem „gebrauchte“ Beteiligungen gehandelt werden.³⁶⁸ Zwar etablieren sich mehr und mehr Plattformen, die auf den Handel mit „gebrauchten“ Beteiligungen spezialisiert sind,³⁶⁹ doch fehlt es häufig an einer ausreichenden Nachfrage und einem entsprechenden Angebot. Für den nicht versierten Gesellschafter und erst recht für einen externen Dritten, der keinerlei Zugang zu Informationen der Gesellschaft hat, ist die Ermittlung des tatsächlichen Wertes einer Beteiligung deshalb

³⁶⁸ Vgl. Werner (2009), S. 95.

³⁶⁹ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 14; Busse (2017), S. 936. So auch Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

schwierig.³⁷⁰ Initiatoren sind teilweise dazu übergegangen, Anteile geschlossener Immobilienfonds regelmäßig durch Gutachten bewerten zu lassen, was zumindest einen Anhaltspunkt für die Werthaltigkeit eines Anteils bietet. Die Bewertung der Immobilie und des Anteilsscheines durch externe Analysten kann die Preisfindung am Markt aber grundsätzlich nicht ersetzen; wie in jedem freien Markt regeln schlussendlich Angebot und Nachfrage den Preis.

Bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen, die im Handelsregister gelistet sind (z. B. bei einer Kommanditgesellschaft oder einer GmbH & Co. KG), kommt hinzu, dass die Übertragung dort entsprechend umzuschreiben ist. Neben dem ggf. reduzierten Anteilswert reduzieren deshalb interne Umschreibungsgebühren, Notar- und Eintragungskosten die Rendite. Zudem ist beim Handel über den Zweitmarkt meist noch eine Maklercourtage durch den Käufer bzw. den Verkäufer zu tragen.³⁷¹ Notar- und Eintragungskosten können eingespart werden, wenn der Anteil über einen Treuhänder gehalten wird.

Zwar hat sich die Handelbarkeit von Anteilen am Zweitmarkt stets verbessert, doch aufgrund der hohen Transaktionskosten stellt die Beteiligung an einem geschlossenen Fonds weiterhin eine recht illiquide Anlage dar; die mangelnde Fungibilität ist daher nach wie vor ein wesentlicher Nachteil geschlossener Immobilienfonds. Insbesondere bei Anteilen von notleidenden geschlossenen Fonds ist zu beobachten, dass trotz Kauf- und Verkaufsgeboten auf dem Zweitmarkt keine Transaktionen zustande kommen.³⁷² Es wäre zu untersuchen, ob die Fungibilität, insbesondere die eines notleidenden geschlossenen Immobilienfonds, nicht sogar noch geringer ist als die einer Direktinvestition, was jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit ist.

3.6.8. Interessenkonflikte auf Seiten der Initiatoren

Wie bereits in Kapitel 3.6.4 dargestellt, unterlagen geschlossene Immobilienfonds bis 2013 kaum Regularien und waren dem sogenannten Grauen Kapitalmarkt zuzuordnen. Mit

³⁷⁰ Vgl. Busse (2017), S. 936.

³⁷¹ Vgl. Bartlsperger et al. (2007), S. 119.

³⁷² Die Handelsplattform zweitmarkt.de listet zum 23.11.2019 rd. 2.300 geschlossene Immobilienfonds. Lediglich bei rd. 270 Anteilen konnten in den vorangegangenen vier Monaten Kurse (also Käufe und Verkäufe) gebildet werden.

Einführung des § 8a VerkProG³⁷³ sind Verkaufsprospekte der formalen Vollständigkeit wegen, nicht aber für die Überprüfung der Richtigkeit der Prospektangaben, der BaFin vorzulegen. Somit konnten Interessenkonflikte der Beteiligten nur selten rechtzeitig erkannt werden.³⁷⁴ Manchmal wirtschafteten die mit der Gesellschaftsstruktur Betrauten in ihre eigenen Taschen, indem sie zu den nicht unerheblichen Weichkosten von teilweise 15 % bis 25 %³⁷⁵ Verträge zu vorteilhaften Konditionen mit ihnen verbundenen Unternehmen abschlossen.³⁷⁶ Nicht selten rückten die Initiatoren, der Vertrieb und die mit dem Betrieb der Objektgesellschaften betrauten Organe in den Fokus staatsanwaltlicher Ermittlungen, da erhebliche Mittelabflüsse aus der Gesellschaft an beteiligte Dritte (überteuerte Anschaffungskosten, verdeckte Kick-Back-Zahlungen, geschönte Prospektangaben verbunden mit nicht belastbaren Langfristprognosen etc.) stattgefunden hatten.³⁷⁷ Erst seit Einführung des KAGB sind der BaFin neben dem Gesellschaftsvertrag die sogenannten Anlagebedingungen, in denen die Anlagestrategie beschrieben und inhaltlich begrenzt ist, zur Genehmigung vor Verwendung vorzulegen. Gleiches gilt, wenn die Anlagebedingungen innerhalb der Laufzeit des geschlossenen AIF geändert werden sollen.³⁷⁸

3.6.9. Mangelnde persönliche Eignung von Schlüsselpersonen

Ein wesentlicher, und vom Gesellschafter nicht zu unterschätzender, Risikofaktor, der sich in Kombination mit Interessenkonflikten fatal auswirken kann, ist die mangelnde persönliche Eignung der lenkenden Organschaften einer Fondsgesellschaft. Ein Anleger vertraut der Geschäftsführung des Fonds einen (erheblichen) Teil seiner Ersparnisse über einen sehr langen Zeitraum an, meist ohne sich von ihrer persönlichen Eignung überzeugen zu können. Haben

³⁷³ Bekanntmachung der Neufassung des Verkaufsprospektgesetzes; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 62 vom 09.09.1998, S. 2701 ff. Seit 01.07.2005 ersetzt durch § 8f VerkProG.

³⁷⁴ Vgl. Werner (2009), S. 95.

³⁷⁵ Vgl. Rebitzer (2005), S. 23. Zu den initialen Weichkosten vgl. auch Kapitel 3.5.4.

³⁷⁶ Vgl. Werner (2009), S. 95.

³⁷⁷ Mit seinen Urteilen aus März und August 2011 hat der Bundesgerichtshof in drei Entscheidungen seine bis dato gültige Auffassung zur Aufklärungspflicht von Vertriebsanreizen, den sogenannten Kick-Back-Zahlungen bestätigt. (BGH, Urteil vom 09.03.2011, 19.07.2011 und 24.08.2011, XI ZR 191/10 und BGH, Urteil vom 06.07.1993 (XI ZR 12/93); sogenanntes Bond-Urteil).

³⁷⁸ Vgl. Kobabe (2013), S. 342. Zu den Neuerungen des KAGB vergleiche auch Kapitel 4. Zur Prospektpflicht und Genehmigung durch die BaFin vgl. insbesondere 4.4.6.

die agierenden Organe nicht die erforderlichen Qualifikationen, fehlt entsprechende Erfahrung oder stellen sie ihre eigenen Interessen in den Vordergrund, werden Risiken eingegangen, die zu erheblichen Verlusten führen können.

Im Fall der GmbH & Co. KG ist besonderes Augenmerk auf die Eigentümerstrukturen der Komplementärin zu legen. Nicht selten werden die Gesellschaftsanteile der Komplementärin durch eine dem Initiator nahestehende Gesellschaft oder durch den Initiator selbst gehalten. Der Initiator hat damit mittelbaren Einfluss auf die Bestellung des Geschäftsführers der Komplementärin. Dasselbe gilt für die Strukturen eines ggf. installierten Treuhänders. Diese engmaschige Vernetzung birgt die Gefahr, dass Absprachen und die Veruntreuung von Anlegergeldern bzw. der Abfluss von Anlegergeldern in übermäßig hohen weichen Kosten unter Anleitung des Initiators lange unerkannt bleiben bzw. ganz im Verborgenen stattfinden.

Um eine Gewerblichkeit der Gesellschaft und damit eine Schmälerung der Erträge zu vermeiden, wird in der Regel eine Person aus den Reihen der Gesellschafter zum geschäftsführenden Kommanditisten bestellt.³⁷⁹ Oftmals sieht der Gesellschaftsvertrag – auch wenn es bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie gesetzlich nicht vorgeschrieben war – einen Beirat aus den Reihen der Anleger vor. Ob und inwieweit der einzelne Gesellschafter die erforderlichen Qualifikationen und Erfahrungen hat, solche Ämter zu bekleiden, muss die Gesellschafterversammlung einschätzen. Gerade vor dem Hintergrund, dass für diese Ämter üblicherweise eine Aufwandsentschädigung bezahlt wird, ist genauestens zu prüfen, ob die zur Wahl stehenden Personen auch über eine entsprechende Eignung verfügen. Es ist insbesondere darauf zu achten, dass bei den amtierenden Gesellschaftern nicht die in Aussicht gestellte Vergütung und damit (ggf. vor dem Hintergrund ausbleibender Verzinsungen) eine Bereicherung über die gezahlten Aufwandsentschädigungen stattfindet.

Auch bei der Auswahl von Dienstleistern, die wesentlichen Einfluss auf die Organschaft haben, wie dem Geschäftsbesorger, den Hausverwaltungen, den steuerlichen und anwaltlichen Beratern der Fondsgesellschaft, ist es geboten, umsichtig vorzugehen, denn auch sie tragen entscheidend zu Erfolg oder Misserfolg eines geschlossenen Immobilienfonds bei.³⁸⁰

³⁷⁹ Zum geschäftsführenden Kommanditisten vgl. Kapitel 3.3.6. Zur gewerblichen Entprägung vgl. Kapitel 3.2.3.

³⁸⁰ Zu den in einer Fondsgesellschaft agierenden Personen und Dienstleistern vergleiche auch Kapitel 3.3.

3.6.10. Verlust von steuerlichen Vorteilen, Veränderungen im Steuerrecht und Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen

*„Bei vielen geschlossenen Fonds hat die Schiefelage ein und dieselbe Ursache: Sie ist Resultat der Steuersparolympiade der vergangenen Jahre. Hohe Grenzsteuersätze, die man auf dem Weg der Verlustzuweisung aushebeln wollte, Förderabschreibungen, Mietsubventionen und sonstige wirtschaftspolitischen Fehlsteuerungen hatten zur Folge, daß sich viele Fonds lediglich über die Steuer rechneten – die Rendite der Objekte degenerierte zur Nebensache.“*³⁸¹ Insbesondere in den 1980er und 1990er Jahren wurden Anteile an einem geschlossenen Immobilienfonds als Steuerspar- bzw. Steuerstundungsmodell gezeichnet. Die Erzielung eines möglichst hohen anfänglichen negativen Ergebnisses stand im Vordergrund;³⁸² die steuerlichen Verluste, die auf Ebene der Fondsgesellschaft erzielt werden konnten, konnten entsprechend der Gesellschafterstellung des Anlegers quotaal dessen Beteiligungshöhe zugeordnet werden.³⁸³ Negative Einkünfte aus der Beteiligung konnten mit anderen positiven Einkunftsarten verrechnet und somit die Gesamtsteuerlast entsprechend reduziert werden.³⁸⁴ Durch die daraus resultierende verminderte Steuerlast bzw. die Steuerrückerstattung im Rahmen des Jahressteuerausgleiches war es dem Anleger möglich, seinen effektiven (Eigen-)Kapitaleinsatz entsprechend zu reduzieren. Erreicht werden konnten die erwünschten steuerlichen Anfangsverluste unter anderem durch einen hohen Einsatz von Fremdkapital (Leverage-Effekt), die Nutzung von steuerlichen Gestaltungsspielräumen (z. B. die degressive Abschreibung oder einmalige Sonderabschreibungen) sowie hohe Werbungskosten (z. B. Fremdkapitalzinsen auf Ebene des Gesellschafters). Zielgruppe steuerorientierter Immobilienfonds waren Anleger mit hohen Lohnsteuersätzen, bei denen sich die steuerlichen (Anfangs-)Verluste am effizientesten ausgewirkt haben.³⁸⁵

In den heute strukturschwachen Regionen Deutschlands zeigen sich nun die Folgen dessen, dass u. a. mit Hilfe der Mittel aus steuerorientierten Immobilienfonds über Jahre am Bedarf

³⁸¹ Beck (2005).

³⁸² Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102.

³⁸³ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102.

³⁸⁴ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102.

³⁸⁵ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 102, vgl. auch Wagner (2015b), S. 735.

vorbeigeplant und -gebaut wurde. Durch die vom Staat gewährten Subventionen rechneten sich – zumindest auf dem Papier – auch Investitionsobjekte in strukturschwachen Regionen.³⁸⁶ Doch Sonder- bzw. Förderabschreibungen und Mietsubventionen wurden nicht unbefristet gewährt.³⁸⁷ Die Abschaffung der unter der Regierung Kohl eingeführten staatlichen Anreize zum Aufbau Ost³⁸⁸ und stetige Veränderungen im Steuerrecht haben die negativen steuerlichen Ergebnisse der Fondsgesellschaften erheblich zurückgehen lassen, was zur Folge hatte, dass die Bedeutung steuerorientierter Immobilienfonds stark abgenommen hat. Die nachfolgende Tabelle veranschaulicht den Rückgang der Verlustzuweisungen:

Platzierungsjahr	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2005
Verlustjahre	1998 bis 2001	1999 bis 2002	2000 bis 2003	2001 bis 2004	2002 bis 2005	2003 bis 2006	keine
Summe der Verlustzuweisung	77 %	63 %	52 %	31 %	29 %	25 %	0 %

Abbildung 18: Summe der Verlustzuweisungen bezogen auf das Eigenkapital der Anleger³⁸⁹

Die wohl gravierendste Lücke im Steuerrecht, mit der *„immer mehr Steuerpflichtige versuch[t]en, ihre Steuerbelastung durch Zeichnung von Steuerstundungsmodellen zu reduzieren“*³⁹⁰, hat der deutsche Gesetzgeber mit der Einführung des § 15b EStG geschlossen. Die eingeführte Norm betrifft die sogenannten Verlustzuweisungsgesellschaften und verbietet seitdem die Verlustverrechnung mit Einkünften aus Gewerbebetrieb und anderen Einkunftsarten.³⁹¹ Auch der Verlustabzug nach § 10d EStG³⁹² wurde entsprechend begrenzt. *„Durch die Verlustverrechnungsbeschränkung wird ein Anreiz zu mehr Rentabilität gesetzt und die*

³⁸⁶ Vgl. Beck (2005).

³⁸⁷ Vgl. Bastian (2012), S. 193; vgl. auch Beck (2005). Insbesondere zum Wegfall der Anschlussförderung im sozialen Wohnungsbau vgl. auch Bach (2010).

³⁸⁸ Vgl. Bundeszentrale für politische Bildung (2016); vgl. auch Bastian (2012), S. 192 f. sowie Arndt und Fischer (2013), S. 241.

³⁸⁹ Quelle: eigene Darstellung nach Loipfinger (2004) zitiert in Freitag und Ernst (2005), S. 102. Ergänzt um die Verlustzuweisung nach Einführung des § 15b EStG.

³⁹⁰ Vgl. Deutscher Bundestag (2005), S. 1.

³⁹¹ Nach § 52 Abs. 33 a EStG hat diese Neuregelung im Wesentlichen Auswirkungen für Gesellschaften, die mit dem Vertrieb von Anteilen nach dem 10.11.2005 begonnen haben, und für die Gesellschafter betroffen, die diesen sogenannten Altgesellschaften nach dem 10.11.2005 beigetreten sind, die Anteile also gekauft haben.

³⁹² § 10d EStG lässt einen Verlustrücktrag bis zu einem Betrag von 511.500 EUR (im Fall der Zusammenveranlagung ein Betrag in Höhe von 1.023.000 EUR) zu. Verbleibt hiernach ein Verlust, so ist dieser vortragsfähig.

*Förderung volkswirtschaftlich fragwürdiger Steuersparmodelle beendet, die insbesondere von Steuerpflichtigen mit höheren Einkünften genutzt werden, um ihre Steuerbelastung zu senken. Die Neuregelung trägt damit zu mehr Steuergerechtigkeit bei.*³⁹³ Seit Einführung des § 15b EStG ist auch kein Verlustrücktrag in vergangene Jahre mehr möglich. Es verbleibt lediglich der Verlustvortrag und die Verrechnung eines Verlustes mit zukünftigen Gewinnen aus derselben Beteiligung.³⁹⁴ Der nicht ausgleichsfähige Verlust ist gemäß § 15b Abs. 4 EStG jährlich gesondert festzustellen.

Auch ist zu berücksichtigen, dass bei derart langen Beteiligungszeiträumen zukünftige Steuerrechtsänderungen (sowohl auf Ebene der Gesellschaft als auch auf Ebene des Gesellschafters) die Performance der Beteiligung nachteilig beeinflussen können.³⁹⁵ Ein weiteres steuerliches Risiko besteht dann, wenn das Finanzamt der Fondsgesellschaft fehlende Gewinnerzielungsabsichten unterstellt. Für diesen Fall können erhaltene Steuervorteile auch rückwirkend nachträglich aberkannt werden.³⁹⁶

Vor dem Hintergrund abnehmender steuerlicher Anreize haben ausschüttungsorientierte geschlossene Immobilienfonds die steuerorientierten Fonds abgelöst. Der ausschüttungsorientierte Fonds zielt als renditeorientierte Kapitalanlage darauf ab, Erträge aus Vermietung und Verpachtung sowie aus langfristigen Wertsteigerungen zu erzielen. Steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten werden hier nur genutzt, um weitestgehend steuerfreie Ausschüttungen zu erreichen.³⁹⁷

³⁹³ Vgl. Deutscher Bundestag (2005), S. 4.

³⁹⁴ Vgl. hierzu ausführlich § 10d EStG.

³⁹⁵ Vgl. Pelikan (2007), S. 34.

³⁹⁶ Vgl. Werner (2009), S. 93; vgl. auch Assmann (2015), S. 745 ff.

³⁹⁷ Vgl. Freitag und Ernst (2005), S. 103. Zur Ausgestaltung geschlossener Immobilienfonds vgl. auch Kapitel 3.4.

4. Exkurs: Geschlossene Immobilienfonds im Wandel – Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht

Im Rahmen der beiden G20-Gipfel in London und Pittsburgh im April und September 2009 wurde die AIFM-Richtlinie³⁹⁸ verabschiedet. Eine europaweite Aufsicht und Regulierung von Managern, Verwaltung und Vertrieb alternativer Investmentfonds (AIF) und Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) ist notwendig geworden, da diese in erheblichem Umfang am Handel auf den Finanzmärkten beteiligt sind und ihre Aktivitäten grundsätzlich dazu beitragen können, finanzsystematische Risiken zu erhöhen oder zu verstärken. Die AIFM-Richtlinie schreibt EU-weit gemeinsame Mindestanforderungen für die Zulassung bzw. das Tätigwerden von AIF vor und regelt deren Aufsicht. Die bis dahin gültige OGAW-Richtlinie³⁹⁹ hatte nur eine Teilregulierung des Finanzmarktes vorgesehen. Mit der am 21.07.2011 in Kraft getretenen AIFM-Richtlinie wurden nun auch Anlageklassen, die nicht als Wertpapiere im Sinn der OGAW-Richtlinie zu klassifizieren waren, reguliert. Die AIFM-Richtlinie formuliert vor allem Zulassungs-, Transparenz-, Verwaltungs- und Vertriebsanforderungen,⁴⁰⁰ die für die Fonds-Verwalter teilweise erheblichen Verwaltungsaufwand mit sich bringen. Für die Marktteilnehmer, welche die Umsetzung der Richtlinie kurzfristig und effizient durchgeführt haben, hat dies zu einem erheblichen Wettbewerbsvorteil geführt.⁴⁰¹

Bis spätestens zwei Jahre nach Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie hatten die europäischen Staaten diese in nationales Recht umzusetzen.⁴⁰² Mit dem AIFM-Umsetzungsgesetz (AIFM-UmsG) hat der deutsche Gesetzgeber das bis dato gültige Investmentgesetz aufgehoben und die darin enthaltenen Regelungen in das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) überführt. Das KAGB trat nach einem langwierigen Gesetzgebungsverfahren gemäß Artikel 28 Abs. 2 des AIFM-UmsG in

³⁹⁸ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 08.06.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L 174 vom 1.7.2011.

³⁹⁹ Richtlinie 85/611/EWG vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

⁴⁰⁰ Vgl. Bundesrat (2012), S. 345.

⁴⁰¹ Vgl. Kind (2013b), S. 76; vgl. auch Kind (2013a), S. 192.

⁴⁰² Vgl. Bundesrat (2012), S. 345.

seinen wesentlichen Teilen am 22.07.2013 und damit fristgerecht in Kraft.⁴⁰³ Die in den §§ 343–355 KAGB formulierten Übergangsvorschriften sind überwiegend schon ein Jahr nach Inkrafttreten des KAGB, also zum 21.07.2014, ausgelaufen. Die restlichen Übergangsvorschriften mussten bis zum Januar 2015 umgesetzt werden, sodass das KAGB heute in seiner vollen Bandbreite entsprechende Anwendung findet.

4.1. Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen des KAGB

Für die Bestimmung des Anwendungsbereiches des KAGB ist der Begriff des Investmentvermögens von zentraler Bedeutung.⁴⁰⁴ Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 ist ein Investmentvermögen wie folgt definiert: *„Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Eine Anzahl von Anlegern im Sinne des Satzes 1 ist gegeben, wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag des Organismus für gemeinsame Anlagen die Anzahl möglicher Anleger nicht auf einen Anleger begrenzen.“* Ferner unterscheidet das KAGB zwischen den Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und den Alternativen Investment Fonds (AIF). Die Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren waren bereits vor Einführung des KAGB durch die §§ 46–65 InvG geregelt und sind nahezu inhaltsgleich in die Vorschriften in den §§ 192–213 KAGB überführt worden. Vereinfacht gesagt, können OGAWs als Investmentfonds definiert werden, die in Anlagegüter wie Bankguthaben, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und in bestimmte Derivate investieren dürfen. Dem gegenüber sind AIF nach § 1 Abs. 3 KAGB *„alle anderen Investmentvermögen, die keine OGAW sind“*. Die Negativdefinition führt zu einer lückenlosen Regulierung aller Investmentvehikel, die am deutschen Markt verfügbar sind.⁴⁰⁵ Nach § 1 Abs. 6 KAGB lassen sich die AIF weiter in Publikums- und Spezial-AIF unterteilen;⁴⁰⁶ zusätzlich werden Anlegertypen

⁴⁰³ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz-AIFM-UmsG); veröffentlicht im BGB I. Teil I Nr. 35 vom 04.07.2013, S. 1981 ff.

⁴⁰⁴ Zum Begriff des Investmentvermögens vgl. § 1 Abs. 1 des KAGB; vgl. auch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2013).

⁴⁰⁵ Vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1952.

⁴⁰⁶ Vgl. Eckhold und Balzer (2015), S. 1034 ff.

klassifiziert.⁴⁰⁷ In die aus Anlegerschutzgründen stark regulierten Publikumsinvestmentgesellschaften kann dabei grundsätzlich jedermann investieren. Spezial-AIF hingegen dürfen nur professionelle (und unter bestimmten Voraussetzungen auch semiprofessionelle) Anleger nutzen.

Mit der Klassifizierung der Anlegertypen soll den jeweiligen Investitions- und Schutzbedürfnissen der entsprechenden Anlegergruppe Rechnung getragen werden. Je geringer die Schutzbedürftigkeit des Anlegertyps durch den Gesetzgeber eingeschätzt wird, in desto höhere Risikoklassen darf der Anleger investieren; umgekehrt sinkt das gesetzlich zulässige Investmentrisiko mit steigender Schutzbedürftigkeit eines Anlegers.⁴⁰⁸

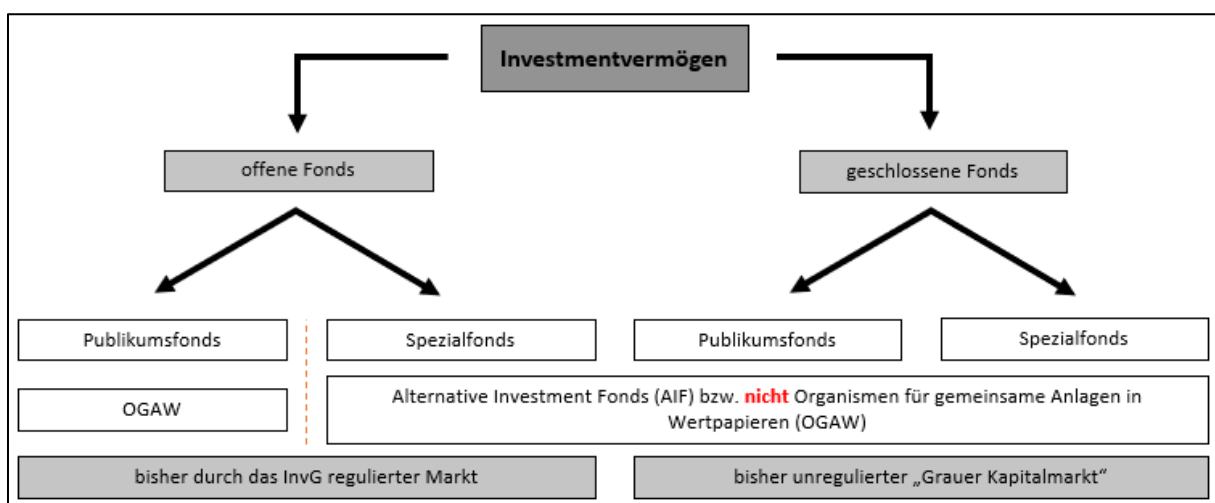


Abbildung 19: Differenzierung der Investmentvermögen⁴⁰⁹

4.2. Kategorisierung der Anlegergruppen

Nach § 1 Abs. 1 Nr. 31 KAGB wird der Privatanleger mittels Negativdefinition von den semiprofessionellen (§ 1 Abs. 1 Nr. 33 KAGB) und professionellen Anlegern (§ 1 Abs. 1 Nr. 32 KAGB) abgegrenzt. Um dem Privatanleger den höchstmöglichen Anlegerschutz zu gewährleisten, darf jener nur in OGAWs und Publikums-AIF (mit offenem oder geschlossenem Eigenkapitalkonzept) investieren. Die Definition des professionellen Anlegers ist im Zuge der Umsetzung

⁴⁰⁷ Vgl. Wagner (2015b), S. 833.

⁴⁰⁸ Vgl. Geurts und Schubert (2014), S. 20.

⁴⁰⁹ Quelle: eigene Darstellung. Zur Differenzierung der Investmentvermögen vgl. auch Eckhold und Balzer (2015), S. 1034 ff.

der AIFM-Richtlinie an den Begriff des professionellen Kunden gem. Anhang II zur MiFiD (RL 2004/39/EG) angelehnt worden.⁴¹⁰ Die Einführung dieses Begriffes hätte in Deutschland dazu geführt, dass bestimmte Anlegergruppen nach Umsetzung der AIFM-Richtlinie nicht mehr als professionelle Anleger angesehen worden wären und diese der Möglichkeit beraubt worden wären, in Spezialfonds zu investieren. Der deutsche Gesetzgeber hat daher die Kategorie des semiprofessionellen Anlegers⁴¹¹ eingeführt, sodass diesem weiterhin ein Investment in Spezial-AIF möglich ist.⁴¹²

Wie bereits erläutert, sieht die AIFM-Richtlinie grundsätzlich die Regulierung der Verwalter Alternativen Investmentfonds (AIF) und nicht die Regulierung der AIF selbst vor. Grund hierfür ist die uneinheitliche Ausgestaltung von AIF auf Ebene der Europäischen Union. Eine Regulierung auf Produktebene wäre nicht marktkonform und nur schwer umsetzbar gewesen.⁴¹³ Neben den sich aus den europäischen Verträgen ergebenden Verpflichtungen zur Umsetzung der Richtlinien in nationales Recht hat der deutsche Gesetzgeber noch eigene Regelungen bezüglich der Produktlandschaft und des Verbraucherschutzes in das KAGB einfließen lassen. Dies geschah insbesondere vor dem Hintergrund, dass offene Immobilienfonds im Rahmen der Finanzkrise aufgrund von Liquiditätsengpässen teils sogar dauerhaft nicht in der Lage waren, die massenhafte Anteilsrückgabe durch Anleger zu bedienen. Gleiches gilt für die erheblichen Verfehlungen und Regulierungsdefizite im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds (Grauer Kapitalmarkt). Diese wurden mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht gleichermaßen reguliert. Die teilweise gravierenden Verfehlungen und Regulierungsdefizite lassen sich anhand von Negativbeispielen wie der Falk-Fonds, S&K-Gruppe, dem Untergang von Wölbern Invest oder dem insolvent gegangenen Fundus-Fonds 34 Grand Hotel Heiligendamm veranschaulichen.

⁴¹⁰ Vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1954. Die Finanzmarktrichtlinie (MiFiD) ist eine Richtlinie der EU zur Harmonisierung der Finanzmärkte. Die 2004 veröffentlichte und spätestens ab dem 31.01.2007 anzuwendende Richtlinie soll bereits bestehende Regelungen zur Abwicklung von Finanzdienstleistungen ergänzen. Neben Bestimmungen zum Anlegerschutz, einer verbesserten Transparenz der Finanzmärkte soll auch die Integrität der Finanzdienstleister erweitert werden. Zur Kategorisierung der Anlegertypen nach § 1 Abs. 19 Nr. 31 bis 33 KAGB vgl. auch Eckhold und Balzer (2015), S. 1043 ff.

⁴¹¹ Der semiprofessionelle Anleger wird in § 1 Abs. 1 Nr. 32 dort lit. a) bis d) KAGB ausführlich beschrieben.

⁴¹² Vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1954.

⁴¹³ Vgl. Geurts und Schubert (2014), S. 111.

4.3. Anforderungen auf Verwalterebene

Mit Einführung des KAGB wurden erstmals Mindestanforderungen an die Manager von geschlossenen Immobilienfonds formuliert. Offene Immobilienfonds hingegen waren schon vor Einführung des KAGB durch das InvG reguliert und mussten eine Aufteilung der Verantwortlichkeiten für das Investmentvermögen unter Anlegern, Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) und Verwahrstelle sicherstellen. Diese Dreiteilung der Verantwortlichkeit ist seit Einführung des KAGB für jedes Investmentvermögen, also auch für geschlossene Immobilienfonds, verbindlich geworden.⁴¹⁴

Seither muss jedes Investmentvermögen von einer durch die BaFin zugelassenen und laufend überwachten Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden.⁴¹⁵ Im Grundsatz entspricht die neue Kapitalverwaltungsgesellschaft nach dem KAGB der vorherigen Kapitalanlagegesellschaft nach dem Investmentgesetz. Die Aufgaben, Handlungsfreiräume und Anforderungen an eine Kapitalverwaltungsgesellschaft hat der Gesetzgeber umfassend in den §§ 17–67 KAGB geregelt. Besonderes Augenmerk wird auf die allgemeinen Verhaltens- und Organisationspflichten aus den §§ 26–38 KAGB gelegt.⁴¹⁶ Den Emissionshäusern geschlossener Fonds stehen nach neuem Recht grundsätzlich zwei Möglichkeiten zur Umsetzung der gesetzlichen Anforderung zur Verfügung, um die (bisherigen) Geschäftsprozesse mit dem KAGB in Einklang zu bringen und neue geschlossene Immobilienfonds (nach dem KAGB jetzt geschlossene AIF⁴¹⁷) auflegen zu können: Die Gründung einer eigenen KVG mit Zulassung und Genehmigung durch die BaFin oder aber die Auslagerung der Aufgaben an eine externe, ebenfalls durch die BaFin zu akkreditierende, Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft.⁴¹⁸ Letztere Lösung ist insbesondere für kleinere Emissionshäuser und Fondsmanager ohne umfassende personelle oder

⁴¹⁴ Vgl. Heimann und Burgard (2014), S. 826.

⁴¹⁵ Vgl. § 20 Abs. 1 KAGB. Vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1956 f. Technische Hinweise zum Erlaubnisverfahren für die AIF-KVG enthält das Merkblatt der BaFin zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E vom 22.03.2013.

⁴¹⁶ Vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1957; vgl. auch Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (Kapitalanlage-Verhaltens- und -Organisationsverordnung – KAVerOV); veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 39 vom 16.07.2013, S. 2460.

⁴¹⁷ Vgl. § 1 Abs. 5 KAGB.

⁴¹⁸ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28; vgl. Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1957.

organisatorische Ausstattung sinnvoll.⁴¹⁹ Insbesondere ist es Aufgabe der KVG, ein angemessenes Portfolio- und Risikomanagement, das bei den wenigsten Initiatoren geschlossener (Immobilien-)Fonds in der Vergangenheit vorhanden gewesen sein dürfte, zu implementieren.⁴²⁰ Das Risikocontrolling umfasst dabei nicht nur die Ebene der KVG als eigenständiges Unternehmen, sondern insbesondere auch die der einzelnen Fonds, die von ihr verwaltet werden.⁴²¹

Für offene Immobilienfonds bestand schon zu Zeiten des Investmentgesetzes ein Depotbankerfordernis.⁴²² Mit Einführung und Umsetzung des KAGB wurde die ehemalige Depotbank in eine Verwahrstelle umbenannt und ist seither auch für geschlossene AIF erforderlich. Da der Gesetzgeber hohe Anforderungen an die Tätigkeit einer Verwahrstelle stellt, ist davon auszugehen, dass es künftig nur einen überschaubaren Kreis an potenziellen Institutionen geben wird, die diese Aufgabe erfüllen.⁴²³ Die gesetzlichen Regularien einer Verwahrstelle sind dabei ausführlich in den §§ 80–90 KAGB geregelt. Die Verwahrstelle arbeitet treuhänderisch als unabhängige Kontrollinstanz mit hohen Prüfpflichten.⁴²⁴ Durch zwingendes Erfordernis einer Verwahrstelle für geschlossene AIF ist damit (wie für offene Immobilienfonds schon zuvor) eine Trennung zwischen Vermögensverwahrung und Vermögensverwaltung vorgeschrieben. Eine der Kernaufgaben der Verwahrstelle ist die Überprüfung der laufenden Fonds-Bewirtschaftung⁴²⁵, die Prüfung der Eigentumsrechte sowie die Überwachung von Zahlungseingängen und -ausgängen. Grundsätzlich bietet dieses Konstrukt den Anlegern geschlossener Fonds mehr Sicherheit, verlangt aber auch mehr Koordination, Abstimmung und Organisation der Beteiligten. Es ist daher davon auszugehen, dass es zu Verzögerungen aufgrund von vermehrten Abstimmungsprozessen kommt. Weiter ist anzunehmen, dass die Erfüllung der

⁴¹⁹ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28. Zu den erhöhten personellen und organisatorischen Aufgaben einer KVG vgl. auch §§ 26–38 KAGB.

⁴²⁰ Vgl. insbesondere § 29 KAGB.

⁴²¹ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28, vgl. auch Wollenhaupt und Beck (2013), S. 1957.

⁴²² Vgl. § 20 Abs. 1 InvG.

⁴²³ Vgl. Kobabe (2013), S. 351.

⁴²⁴ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28.

⁴²⁵ Vgl. Waltenbauer (2015), S. 28.

umfangreicheren Anforderungen und die damit einhergehende erhöhte Sicherheit für die Anleger zu zusätzlichen Kosten führt.⁴²⁶

Abhängig von der gewählten Rechtsform des AIF muss nach § 18 Abs. 2 KAGB zwingend ein Aufsichtsrat bzw. ein Beirat bestellt werden, der die Kontrolle der Kapitalverwaltungsgesellschaft wahrnimmt. Die Funktionen des Aufsichtsrates bzw. des Beirates orientieren sich an den Bestimmungen des Aktiengesetzes.⁴²⁷

4.4. Produkthanforderungen

Die im Kapitalanlagegesetzbuch definierten Produkthanforderungen sind allein den Ambitionen des deutschen Gesetzgebers geschuldet. Die auf europäischer Ebene verabschiedete AIFM-Richtlinie sah hier keinerlei Regularien vor. Die ins KAGB aufgenommenen produktspezifischen Regularien haben insbesondere für den Bereich der geschlossenen Fonds große Auswirkungen, da diese bis dato unreguliert am Grauen Kapitalmarkt agieren konnten. Derartige Produktregularien stellen also für die Branche der geschlossenen Fonds eine absolute Neuerung dar.⁴²⁸ Da es nicht Schwerpunkt dieser Arbeit ist, auf die Neuerungen in Bezug auf die Produktregularien des deutschen Gesetzgebers einzugehen, die Änderungen aber gleichwohl maßgeblichen Einfluss auf die neue Produktlandschaft haben und zukünftig dazu beitragen können, dass geschlossene Immobilienfonds nicht mehr so häufig in die Krise geraten, werden sie in den nachfolgenden Kapiteln nur kurz umrissen.

4.4.1. Zugelassene Rechtsformen nach § 139 i. V. m. § 140 und § 149 KAGB

Gemäß Kapitel 1, Abschnitt 5 des Kapitalanlagegesetzbuchs und den dort niedergelegten allgemeinen Vorschriften für geschlossene inländische Investmentvermögen sieht das KAGB in §§ 139 ff. vor, dass geschlossene inländische Investmentvermögen nur als Investmentaktien-

⁴²⁶ Vgl. Waltenbauer (2015), S.28 und 29.

⁴²⁷ Nach § 18 Abs. 2, S. 3 des KAGB gilt: Die Zusammensetzung sowie Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats nach Satz 1 bestimmen sich, vorbehaltlich des Absatzes 3 Satz 2, nach § 90 Absatz 3 bis 5 Satz 2, den §§ 95–114, 116, 118 Absatz 3, § 125 Absatz 3 sowie den §§ 171 und 268 Absatz 2 des Aktiengesetzes. Die Zusammensetzung sowie Rechte und Pflichten des Beirates nach Satz 2 bestimmen sich, vorbehaltlich des Absatzes 3 Satz 2, nach § 90 Absatz 3 bis 5 Satz 2, den §§ 95, 100, 101, 103, 105, 107–114, 116, 118 Absatz 3, § 125 Absatz 3 sowie den §§ 171 und 268 Absatz 2 des Aktiengesetzes.

⁴²⁸ Vgl. Hartrott und Goller (2013), S. 1603.

gesellschaften mit fixem Kapital (InvAG m. f. K.)⁴²⁹ oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaften (InvKG)⁴³⁰ aufgelegt werden dürfen. Eine weitere wesentliche Änderung im Vergleich zu den geschlossenen Fonds vor 2013 ist, dass die Kommanditistenhaftung bzw. die Nachschusspflicht der Kommanditisten nach § 172 Abs. 4 HGB zu Gunsten der Anleger nachreguliert wurde.⁴³¹ Hinzu kommt die Einführung des § 152 Abs. 1 KAGB, nach dem sich Anleger, abweichend vom HGB, an einer geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft nur noch unmittelbar als Direktkommanditisten beteiligen dürfen. Nur bei Publikums-AIF besteht noch die Möglichkeit, sich mittelbar, also über einen Treuhandkommanditisten, zu beteiligen.

4.4.2. Begrenzung zulässiger Vermögensgegenstände nach § 261 KAGB

Mit Kapitel 2, Abschnitt 4, dort § 261 Abs. 1 und 2 des Kapitalanlagegesetzbuches werden die zulässigen Vermögensgegenstände für geschlossene Publikums-AIF beschränkt. Die Vorschriften der § 261 Abs. 1 und 2 KAGB enthalten eine Aufzählung zulässiger Vermögensgegenstände.⁴³²

Zu berücksichtigen ist hierbei, dass die Aufzählung der Sachwerte nach § 261 Abs. 1 Nr. 1 i. V. m. § 261 Abs. 2 KAGB nur beispielhaft erfolgt und nicht abschließend ist. Der Gesetzgeber hat den Fondsinitalatoren damit entsprechenden Freiraum gewährt, zukünftige Produktvariationen und ggf. -innovationen umsetzen zu können. Das Investieren in innovative Fondsprodukte bzw. immaterielle Vermögensgegenstände wie z. B. Computerspiele oder Patente dürfte zukünftig dem Gesetz nach nicht mehr möglich sein.⁴³³

Die Eingrenzung der zulässigen Vermögensgegenstände beschränkt sich auf geschlossene Publikums-AIF. Geschlossene Spezial-AIF unterliegen hingegen keinen Beschränkungen in Bezug auf zulässige Vermögensgegenstände. Das KAGB sieht hier lediglich vor, dass das

⁴²⁹ Vgl. hierzu die §§ 140–148 KAGB i. V. m. dem Aktiengesetz (AktG).

⁴³⁰ Vgl. hierzu die §§ 149–161 KAGB i. V. m. dem Handelsgesetzbuch (HGB).

⁴³¹ Vgl. hierzu § 152 Abs. 2 bis 6 KAGB; zur Kommanditistenhaftung nach § 172 Abs. 4 HGB vgl. ausführlich Kapitel 6.5.3.

⁴³² Eine Aufzählung zulässiger Vermögensgegenstände kann § 261 Abs. 1 und 2 sowie Kobabe (2013), S. 333 entnommen werden. Nach § 269 Abs. 3, Satz 1 Nr. 6 KAGB ist vor dem Erwerb von Vermögensgegenständen der Wert zwingend durch einen externen, unabhängigen Gutachter zu bestimmen. Vgl. auch Niewerth und Rybarz (2013), S. 1165 f.

⁴³³ Vgl. Kobabe (2013), S. 334.

Investmentvermögen nur in Vermögensgegenstände investieren darf, deren Verkehrswert eindeutig zu bestimmen ist. Soweit geschlossene Publikums-AIF bestimmte Vermögensgegenstände nicht mehr erwerben dürfen, bleibt grundsätzlich noch die Möglichkeit, sich mittelbar an einem geschlossenen Spezial-AIF zu beteiligen, der entsprechende Vermögensgegenstände erwerben darf.⁴³⁴

4.4.3. Grundsatz der Risikomischung nach § 262 KAGB

Nach dem Grundsatz der Risikomischung dürfen Kapitalverwaltungsgesellschaften für den geschlossenen Publikums-AIF nur unter der Berücksichtigung einer Risikostreuung investieren.⁴³⁵ Der Grundsatz der Risikomischung gilt als erfüllt, wenn

1. in mindestens drei Sachwerte im Sinne des § 261 Abs. 2 KAGB investiert wurde und die quotale Gewichtung jedes einzelnen Sachwertes im Verhältnis des Fondsvolumens gleichmäßig verteilt ist⁴³⁶ oder
2. bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist.

Mit der Verwendung der Formulierung „*im Wesentlichen*“ legt der Gesetzgeber keine starren Grenzen fest, sodass nicht zwingend jeder Vermögensgegenstand ein Drittel des Fondsvolumens ausmachen muss. Eine asymmetrische Risikostreuung ist damit aber ausgeschlossen.⁴³⁷ Spätestens nach Ablauf von 18 Monaten nach Vertriebsstart müssen geschlossene Publikums-AIF risikodiversifiziert investiert sein.⁴³⁸ Im Verkaufsprospekt muss der Anleger auf die in der Investitionsphase teilweise nicht vorhandene Risikomischung ausdrücklich hingewiesen werden.⁴³⁹ Vom Grundsatz der Risikomischung kann abgewichen werden, wenn geschlossene

⁴³⁴ Vgl. Kobabe (2013), S. 334.

⁴³⁵ Zum Grundsatz der Risikomischung vgl. auch Niewerth und Rybarz (2013), S. 1165.

⁴³⁶ Mit gleichmäßiger Gewichtung der Vermögensgegenstände soll vermieden werden, dass ein Sachwert das Gros des Fondsvolumens ausmacht und die verbleibenden zwei Vermögensgegenstände im Verhältnis dazu unbedeutend sind. Vgl. auch Gesetzesentwurf der Bundesregierung zum AIFM-UmsG BT-Drucksache 18/68, S. 9.

⁴³⁷ Vgl. Hartrott und Goller (2013), S. 10.

⁴³⁸ § 262 Abs. 1, S. 3 KAGB. Die Anleger sind im Verkaufsprospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen gemäß § 268 auf das Risiko, dass der geschlossene Publikums-AIF für den in Satz 3 definierten Zeitraum noch nicht risikogemischt investiert ist, hinzuweisen.

⁴³⁹ Vgl. Hartrott und Goller (2013), S. 10; vgl. auch Kobabe (2013), S. 335 f.

Publikums-AIF nicht in Vermögensgegenstände nach § 261 Abs. 1 Nr. 4 investieren und die Anteile oder Aktien nur von solchen Privatanlegern erworben werden, die sich verpflichten, mindestens 20.000 EUR zu investieren und die nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a) Doppelbuchstabe bb) bis ee) KAGB als semiprofessionelle Anleger eingestuft werden können.⁴⁴⁰ Sofern ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung investiert wird, muss zwingend im Verkaufsprospekt auf das Ausfallrisiko mangels Risikomischung hingewiesen werden.

4.4.4. Zulässiger Leverage-Effekt – Begrenzung der Fremdmittelaufnahme nach § 263 KAGB

Nach § 263 Abs. 1 KAGB dürfen geschlossene Publikums-AIF lediglich Kredite bis zu 60 % des Fondsvermögens aufnehmen.⁴⁴¹ Wie beim Grundsatz der Risikomischung gilt hier ebenfalls eine 18-monatige Anlaufzeit. Der Gesetzgeber ermöglicht damit zunächst eine formelle Startfinanzierung von 100 %, die im Zuge des Beitrittes der Gesellschafter sukzessive bis zum Zielwert verwässert.⁴⁴² Die Aufnahme von Fremdmitteln hat dabei zu marktüblichen Konditionen zu geschehen; gleichzeitig ist die Aufnahme von Fremdmitteln in den Anlagebedingungen der Fondsgesellschaft entsprechend anzuzeigen.⁴⁴³ Mit der Begrenzung der Fremdmittelaufnahme möchte der Gesetzgeber das potenzielle Risiko aus Fremdfinanzierungen, insbesondere aus einem überproportionalen Leverage-Effekt, beschränken. Mit dem Verweis in § 263 Abs. 2 auf § 215 KAGB wird die Informationspflicht gegenüber der BaFin festgeschrieben. Der BaFin ist insbesondere die Angemessenheit des eingesetzten Fremdkapitals mitzuteilen. Hinzu kommt, dass die Begrenzung der Leverage stets einzuhalten ist. Der BaFin ist es gemäß § 215 Abs. 2 Satz 1 KAGB vorbehalten, die Leverage zu begrenzen, wenn sie dies zur „Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems“ als notwendig erachtet.⁴⁴⁴ In Bezug auf geschlossene Publikums-AIF wird diese Begrenzung allerdings kaum eine Anwendung finden, da diese aufgrund ihrer Volumen kaum finanzmarktrelevant sein dürften.

⁴⁴⁰ Vgl. Hartrott und Goller (2013), S. 10; vgl. auch Kobabe (2013), S. 335 f.

⁴⁴¹ Zur Begrenzung der Fremdmittelaufnahme vgl. auch Niewerth und Rybarz (2013), S. 1165 f.

⁴⁴² Mit einem entsprechenden Hinweis ist dies den Anlegern im Verkaufsprospekt anzuzeigen. Vgl. hierzu auch Niewerth und Rybarz (2013), S. 1167.

⁴⁴³ Vgl. § 263 Abs. 1 KAGB.

⁴⁴⁴ Vgl. Kobabe (2013), S. 336.

In der Regel werden Immobilien mit einem möglichst hohen Anteil an Fremdkapital finanziert. Bisweilen galt dies auch für geschlossene Immobilienfonds. Hinsichtlich der Begrenzung des Leverage-Effektes bleibt also abzuwarten, wie die Branche der geschlossenen Fonds darauf reagiert und welche Wege sie findet, um weiterhin entsprechende Renditen auf das von den Anlegern eingesetzte Eigenkapital erwirtschaften zu können.

4.4.5. Vermeidung von Währungsrisiken nach § 261 Abs. 4 KAGB

Nach § 261 Abs. 4 KAGB ist durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherzustellen, dass nicht mehr als 30 % des Gesamtwertes der in einem geschlossenen Publikum-AIF enthaltenen Vermögensgegenstände einem Währungsrisiko unterliegen. Ein Währungsrisiko ist z. B. dann gegeben, wenn das Anlagevermögen in inländischer Währung bilanziert wird, aber im Ausland investiert wird – sich der bilanzierte Wert aufgrund von Wechselkursschwankungen also ändern kann. Kein Währungsrisiko besteht, wenn Währungskongruenz besteht, respektive die Nennwährung des AIF (z. B. Dollar) und Investitionsort (z. B. USA) gleichgerichtet sind.⁴⁴⁵ In die Berechnung des Währungsrisikos müssen nur die Nettopositionen einbezogen werden. Bestandteile, welche die Risikoposition verringern, sind entsprechend zu berücksichtigen.⁴⁴⁶

4.4.6. Prospektpflicht und Genehmigung der Anlagebedingungen und des Gesellschaftsvertrages durch die BaFin nach § 266 ff.

Während Anbieter geschlossener Fonds erst mit Einführung von § 8a VerkProspG⁴⁴⁷ einen Verkaufsprospekt veröffentlichen und diesen einer formalen, aber keiner materiellen Inhaltsprüfung durch die BaFin zu unterziehen hatten, sind die Bedingungen auch in dieser Hinsicht mit Einführung des KAGB deutlich verschärft worden. Seitdem sind der BaFin neben dem Gesellschaftsvertrag die sogenannten Anlagebedingungen, in denen die Anlagestrategie beschrieben und die Investitionsobjekte definiert sind, vorab zur Genehmigung vorzulegen.⁴⁴⁸ Gleiches

⁴⁴⁵ Vgl. Kobabe (2013), S. 336.

⁴⁴⁶ Vgl. Kobabe (2013), S. 336.

⁴⁴⁷ Bekanntmachung der Neufassung des Verkaufsprospektgesetzes; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 62 vom 09.09.1998, S. 2701 ff. Seit 01.07.2005 ersetzt durch § 8f VerkProspG.

⁴⁴⁸ Die Anlagebedingungen stellen nach § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB in Verbindung mit dem Gesellschaftsvertrag das Rechtsverhältnis zwischen dem Anleger und der Fondsgesellschaft dar. Vgl. Kobabe (2013), S. 342. Die Anlagebedingungen müssen vor Ausgabe der Anteile an die Gesellschafter schriftlich festgehalten werden (vgl. § 266 Abs. 1 KAGB).

gilt, wenn die Anlagebedingungen innerhalb der Laufzeit des geschlossenen AIF geändert werden sollen. In § 266 Abs. 2 Satz 1 KAGB hat der Gesetzgeber die Mindestinhalte der Anlagebedingungen definiert. Danach müssen die Anlagebedingungen, die Bezeichnung des geschlossenen Publikums-AIF, die Angaben des Namens und des Sitzes der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sowie weitere in § 162 Abs. 2 Nr. 5 bis 7 und Nr. 9 bis 14 KAGB genannte Angaben enthalten sein.⁴⁴⁹

Ferner hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft für den geschlossenen AIF nach § 268 Abs. 1 Satz 1 KAGB einen Verkaufsprospekt mit „*wesentlichen Anlegerinformationen*“ (wAI) zu erstellen. Die Inhalte des Verkaufsprospektes definieren sich dabei nach § 269 KAGB. Bei den wAI handelt es sich um eine komprimierte Form des Verkaufsprospektes. Die wAI müssen den Anleger in einfacher und verständlicher Sprache über die wesentlichen Merkmale des Investmentvermögens (Beschreibung der Anlageziele und der Anlagepolitik, Risiko- und Ertragsprofil, Kosten und Gebühren etc.) informieren.⁴⁵⁰

⁴⁴⁹ Vgl. Kobabe (2013), S. 342.

⁴⁵⁰ Vgl. hierzu ausführlich § 166 KAGB.

5. Der geschlossene Immobilienfonds in der Krise

„Krise kann ein produktiver Zustand sein. Man muß ihm nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen.“⁴⁵¹ Der Begriff „Krise“ leitet sich von dem altgriechischen „κρίσις“ (Krisis) ab und bezieht sich in unserem Kontext auf eine akute Notsituation, welche die Existenz eines Individuums oder Organismus bedroht.⁴⁵² Die Krise bezeichnet den Moment der Entscheidung bzw. einer sich abzeichnenden Wendung einer schwierigen Sachlage oder Zeit, also den Höhe- und zugleich Wendepunkt in einer gefährlichen Situation.⁴⁵³ Die Bedrohung des Individuums oder Organismus zieht dabei nicht zwangsläufig dessen Untergang nach sich. In jeder Krise besteht auch die Chance zu einer positiven Wendung und neuen Erfolgen.⁴⁵⁴

Geschlossene Immobilienfonds können, wie jede andere Unternehmung auch, in eine solche Krisensituation geraten. Die Ursachen dafür können vielseitig sein,⁴⁵⁵ gleichzeitig auftreten und sich dadurch gegenseitig verstärken.⁴⁵⁶ In diesen Fällen können sich einzelne, für sich genommen unwesentliche Risiken kumulieren und im schlimmsten Fall die Insolvenz der Objektgesellschaft zur Folge haben.⁴⁵⁷ Aufgrund einer solchen Akkumulation verschiedener Krisenursachen lässt sich die Krise einer Fondsgesellschaft nur schwer auf Ereignisse reduzieren, die das Gesellschaftsergebnis beeinflussen.⁴⁵⁸

⁴⁵¹ Max Frisch: „Mein Name sei Gantenbein“, zitiert nach Bauer (2016), S. 1.

⁴⁵² Vgl. Crone (2017a), S. 4.

⁴⁵³ Vgl. Crone (2017a), S. 4.

⁴⁵⁴ Vgl. Sinz (2016), S. 2; vgl. auch Niering und Hillebrand (2012), S. 1.

⁴⁵⁵ Glauer (2014), S. 55 unterscheidet nach prognosegefährdend, anlagegefährdend und anlegergefährdend. Zu häufigen Krisenursachen siehe auch Wagner und von Heymann (2003), S. 2260 f.

⁴⁵⁶ Vgl. Glauer (2014), S. 55.

⁴⁵⁷ Vgl. Glauer (2014), S. 55.

⁴⁵⁸ Vgl. Glauer (2014), S. 55.

5.1. Zur Begriffsbildung

Grundsätzlich lassen sich ein betriebswirtschaftlicher und ein juristischer Krisenbegriff unterscheiden, die im Folgenden genauer definiert werden sollen.⁴⁵⁹

5.1.1. Der betriebswirtschaftliche Krisenbegriff

In der Betriebswirtschaftslehre gibt es eine Vielzahl von Krisenbegriffen, eine einheitliche und allgemein gültige Definition existiert nicht.⁴⁶⁰ Im Wesentlichen wird mit dem Krisenbegriff der Zustand bezeichnet, in dem die (wirtschaftliche) Überlebensfähigkeit einer Unternehmung in Frage gestellt ist und/oder deren wesentlichen Ziele und Werte bedroht sind und diese damit existenziell gefährdet oder gar unmöglich geworden ist.⁴⁶¹ Nach dem Sanierungsstandard der Wirtschaftsprüfer „Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S 6)“⁴⁶² durchlaufen Unternehmen in einer Krise regelmäßig verschiedene Stadien. Die Entwicklung hin bis zur Insolvenz lässt sich dabei in die Stakeholder-, Strategie-, Produkt- und Absatzkrise sowie die Erfolgs- und die Liquiditätskrise unterteilen.⁴⁶³ Diese Stadien entwickeln sich nicht zwingend in der genannten Abfolge; sie können auch parallel, singulär oder überlappend auftreten.⁴⁶⁴

Ab welchem Zeitpunkt aus betriebswirtschaftlicher Sicht von einer Krise zu sprechen ist, lässt sich nicht exakt bestimmen. Dies ergibt sich erst aus einer gesamtheitlichen Betrachtung der einzelnen und ggf. ineinander übergreifenden Faktoren.⁴⁶⁵ Spätestens jedoch, wenn erhöhte

⁴⁵⁹ Die nachfolgenden Ausführungen zur Unterscheidung des betriebswirtschaftlichen und der rechtlichen Krisenbegriffes sowie insbesondere der Ablauf der aufeinander folgenden Krisenstadien sind im Wesentlichen aus Sinz (2016), S. 1 ff., Bauer (2016), S. 1 ff. sowie dem Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018) entnommen.

⁴⁶⁰ Vgl. Bauer (2016), S. 1, vgl. auch Hüttinger (2015), S. 97.

⁴⁶¹ Vgl. Bauer (2016), S. 3; vgl. Sinz (2016), S. 1 ff.; vgl. auch Glauer (2014), S. 57 und Hüttinger (2015), S. 97 f.

⁴⁶² Das Institut der Wirtschaftsprüfer hat mit dem Standard IDW S 6 die Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten definiert. Der IDW S 6 ersetzt die IDW-Stellungnahme FAR 1/1991: Anforderung an Sanierungskonzepte. Zur Anforderung an Sanierungskonzepte siehe ausführlich Kapitel 6.3.

⁴⁶³ Zur Definition der einzelnen Krisenstadien nach dem IDW S 6 vergleiche ausführlich Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 31, 62.

⁴⁶⁴ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Fragen und Antworten zu IDW S 6, dort Abschnitt 4.5.

⁴⁶⁵ Vgl. Hüttinger (2015), S. 98.

rechtliche Pflichten, z. B. nach den §§ 30 f., § 49 Abs. 3 GmbHG, § 92 Abs. 1 AktG gelten, muss davon ausgegangen werden, dass eine Krise vorliegt.⁴⁶⁶

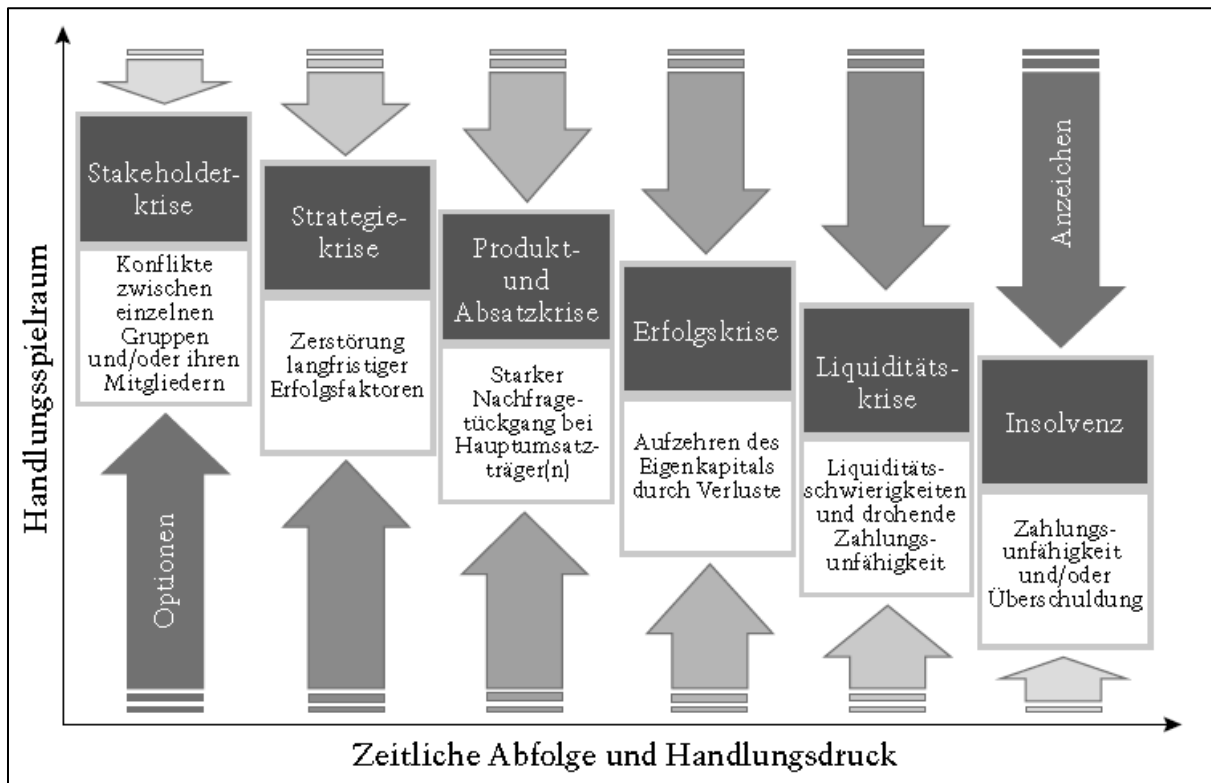


Abbildung 20: Krisenstadien nach IDW S 6⁴⁶⁷

Eine Unternehmenskrise spitzt sich in der Regel mit fortschreitendem Verlauf zu und ist demnach kein punktuellere Ereignis, sondern eine kontinuierliche Entwicklung.⁴⁶⁸ Lediglich Maßnahmen zur Behebung von Liquiditätsengpässen und der Überschuldung einzuleiten, reicht zumeist nicht aus; die Ursachen der vorgelagerten Krisenstadien sind ebenfalls zu identifizieren und zu beheben.⁴⁶⁹ Nicht identifizierte Krisenherde schwelen weiter und führen dazu, dass die Krise nur temporär überwunden bzw. aufgeschoben ist, ohne dass eine nachhaltige Sanierung erreicht wurde.⁴⁷⁰

⁴⁶⁶ Vgl. Hüttinger (2015), S. 98.

⁴⁶⁷ Quelle: Sinz (2016), S. 1. Ähnlich in Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 32. Vgl. auch Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Fragen und Antworten zu IDW S 6, dort Abschnitt 4.5.

⁴⁶⁸ Vgl. Glauer (2014), S. 57.

⁴⁶⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 32, 33.

⁴⁷⁰ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 62. Vgl. auch BGH, Urteil vom 12.05.2016, IX ZR 65/14.

Bei geschlossenen Immobilienfonds steht häufig die strategische Krise am Anfang. Strategie bedeutet im unternehmerischen Sinn die zeitlich langfristige Ausrichtung von Zielen.⁴⁷¹ Sind die langfristig notwendigen Erfolgsfaktoren gestört oder ist die Strategie von vornherein ungünstig gewählt,⁴⁷² ist mit einer ernsthaften Gefährdung des Erfolgspotenzials des geschlossenen Fonds zu rechnen.⁴⁷³ Mit Eintreten der strategischen Krise wird sich die Ertrags- und damit die Liquiditätssituation der Fondsgesellschaft kurz- bis mittelfristig verschlechtern.⁴⁷⁴ Kennzeichnend für diese Situation ist, dass die Stadien der Krise für die Beteiligten nicht sofort spürbar sind, sondern erst, wenn sie zur Erfolgskrise führen.⁴⁷⁵ Sinkende Umsätze aufgrund hoher Leerstandsquoten, Anschlussvermietungen unter ungünstigeren Konditionen oder auch steigende Zins- und Bewirtschaftungskosten machen die Erfolgskrise sichtbar. Sinkende Cashflows und eine Abwertung des Immobilienvermögens sind die Folge, sodass die Eigenkapitalquote sinkt und der Verschuldungsgrad trotz gleichbleibenden Finanzierungsvolumens ansteigt.⁴⁷⁶ Die Erfolgskrise verschlechtert nicht nur das Ergebnis der am geschlossenen Fonds Beteiligten, auch Banken und weitere Kreditgeber, die bei ihren regelmäßig durchgeführten Monitorings und der Überwachung der im Kreditvertrag festgelegten Covenants⁴⁷⁷ aufmerksam werden, werden alarmiert.⁴⁷⁸

⁴⁷¹ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 4.

⁴⁷² Zu den langfristigen Erfolgsfaktoren eines geschlossenen Immobilienfonds gehören unter anderem notwendige Anschlussvermietungen zu den im Businessplan angenommenen Mieten nach Auslaufen der Erstvermietung, Anschlussfinanzierung zu den im Businessplan angenommenen Konditionen, Abbau von Instandhaltungstau etc.

⁴⁷³ Vgl. Glauer (2014), S. 57.

⁴⁷⁴ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 4.

⁴⁷⁵ Vgl. Glauer (2014), S. 57 f.; vgl. Hüttinger (2015), S. 102.

⁴⁷⁶ Vgl. Sinz (2016), S. 3; vgl. Bauer (2016), S. 5; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 4; vgl. Glauer (2014), S. 57 f.

⁴⁷⁷ Bei „Covenants“ handelt es sich um einen Sammelbegriff für zusätzliche Vertragsklauseln oder Nebenabreden in Kreditverträgen. Mit Vereinbarungen über Covenants werden den Kreditnehmern bzw. Schuldnern bestimmte Verpflichtungen auferlegt. Je nach Verpflichtungsart unterscheidet man nach General Covenants (allgemeine Bestimmungen, z. B. Zustimmungspflicht des Kreditgebers, wenn das Unternehmen wesentliche Vermögensteile verkaufen möchte), Information Covenants (Verpflichtung zur regelmäßigen Information, z. B. Quartalsberichte) und Financial Covenants (Verpflichtung zur Einhaltung festgelegter finanzieller Anforderungen, z. B. die maximale Verschuldung gemessen an der Leverage-Ratio / dem Nettoverschuldungsgrad). Definition nach Helms (2020).

⁴⁷⁸ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 5.

Wird der Zeitpunkt der Erfolgskrise durch die am Fonds Beteiligten, insbesondere durch die Geschäftsleitung, nicht erkannt, so folgt auf die Erfolgskrise regelmäßig die Liquiditätskrise mit der Gefahr der (kurzfristigen) Zahlungsunfähigkeit.⁴⁷⁹ Nicht nur die gesetzlichen Vorschriften, wie z. B. die Insolvenzantragspflichten nach §§ 17 ff. InsO, sondern auch die nachlassende Kreditwürdigkeit aus Sicht der Banken und Auftragnehmer zwingen die lenkenden Organe des geschlossenen Fonds kurzfristig zum Handeln.⁴⁸⁰

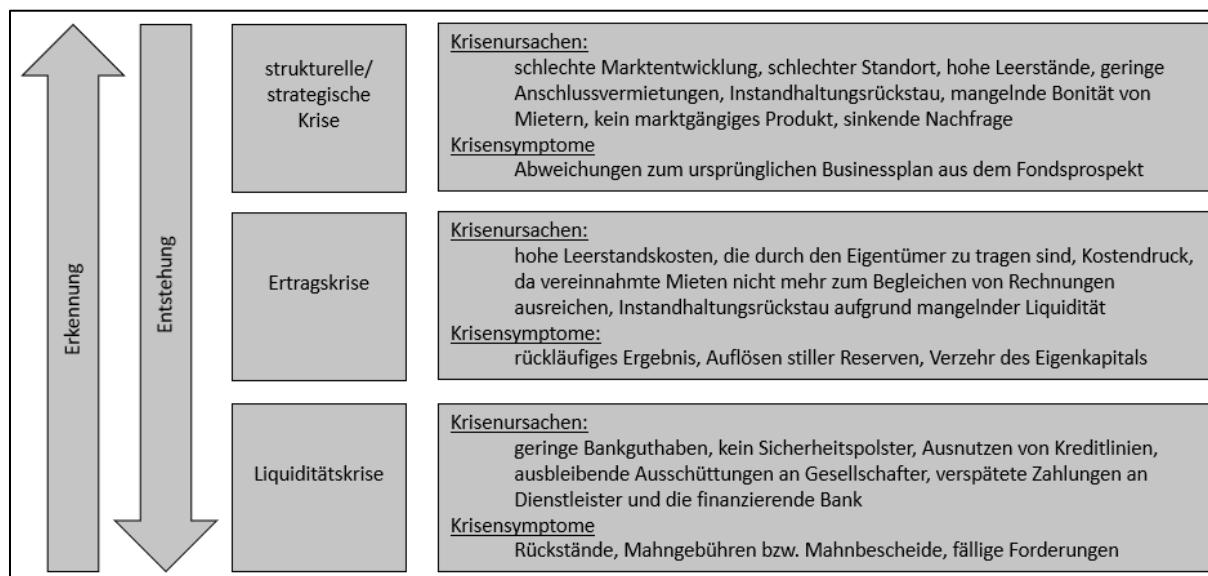


Abbildung 21: Krisenstadien eines geschlossenen Immobilienfonds⁴⁸¹

5.1.2. Der rechtliche Krisenbegriff

Analog zum betriebswirtschaftlichen Krisenbegriff, gibt es auch für den rechtlichen Krisenbegriff keine einheitlich gültige (gesetzliche) Definition.⁴⁸² Im Recht der Personengesellschaften fehlt eine Definition der Krise gänzlich; gemäß § 32a Abs. 1 Satz 1 GmbHG a.F. ist die Krise einer (GmbH-)Gesellschaft als der Zeitpunkt definiert, zu dem die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital hätten nachschießen müssen, um die Geschäfte der Gesellschaft fortzuführen (Zeitpunkt der Kreditunwürdigkeit).⁴⁸³ Eine Krise kann also auch schon dann

⁴⁷⁹ Vgl. Bauer (2016), S. 5; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 6; vgl. Glauer (2014), S. 58; vgl. Hüttinger (2015), S. 103.

⁴⁸⁰ Vgl. Sinz (2016), S. 3; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 6.

⁴⁸¹ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Niering und Hillebrand (2012), S. 4 und angepasst auf einen geschlossenen Immobilienfonds.

⁴⁸² Vgl. Walch (2006), S. 45; vgl. auch Glauer (2014), S. 59.

⁴⁸³ Vgl. Bauer (2016), S. 3; vgl. Sinz (2016), S. 3.

vorliegen, wenn die Insolvenztatbestände nach §§ 17 ff InsO noch nicht erfüllt sind, sich aber – zeitlich vorgelagert – bereits herausstellt hat, dass die Gesellschaft kreditunwürdig ist.⁴⁸⁴ Kreditunwürdigkeit eines Wirtschaftssubjektes besteht dann, wenn übliche Kreditgeber wie Banken keine Fremdfinanzierung zu marktüblichen Konditionen mehr ausgeben würden, ohne hierfür Drittsicherheiten wie z. B. Gesellschafterbürgschaften o. ä. zu verlangen.⁴⁸⁵ Eine Kreditunwürdigkeit scheidet also solange aus, wie die Gesellschaft noch über Vermögensgegenstände verfügt, die ein vernünftig handelnder Kreditgeber als Sicherheit akzeptieren würde.⁴⁸⁶ Seit Einführung des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)⁴⁸⁷ kommt es bei Gesellschafterleistungen (Darlehen oder gleichwertig) nicht mehr darauf an, ob diese eigenkapitalersetzend waren; es genügt, dass es sich um eine Leistung des Gesellschafters handelt,⁴⁸⁸ sodass diese Leistungen als Eigenkapitalersatz und damit als zusätzliche Sicherheit zur Abwendung der Krise genutzt werden können.

Andere Gesetze wie das HGB und das AktG verwenden anstatt des Begriffes „Krise“ den Begriff „Risiko“ (vgl. §§ 289 Abs. 1. 315 Abs. 1., 317 Abs. 2 HGB) oder stellen auf „den Fortbestand der [die] Gesellschaft gefährdende[n] Entwicklungen“ (§ 91 Abs. 2 AktG) ab.⁴⁸⁹ Ein einheitlicher, vom Gesetzgeber definierter Krisenbegriff, der in allen Rechtsbereichen gleichermaßen angewendet würde, existiert also nicht.

Auf jeden Fall aber liegt eine Krise dann vor, wenn die Insolvenzantragsgründe nach den §§ 17 ff InsO eingetreten sind. Die Insolvenzantragsgründe nach §§ 17 (Zahlungsunfähigkeit) und 19 InsO (Überschuldung) markieren dabei die zeitliche Grenze einer außergerichtlichen Sanierung, da der Eintritt von Zahlungsunfähigkeit und/oder Überschuldung die Antragspflicht

⁴⁸⁴ Vgl. BGH, Urteil vom 22.02.2004, II ZR 207/01 sowie BGH, Urteil vom 24.09.2013, II ZR 39/12.

⁴⁸⁵ Vgl. BGH, Urteil vom 22.02.2004, II ZR 207/01 sowie BGH, Urteil vom 24.09.2013, II ZR 39/12.

⁴⁸⁶ Vgl. BGH, Urteil vom 22.02.2004, II ZR 207/01 i. V. m. BGH, Urteil vom 28.09.1987, II ZR 28/87 und BGH, Urteil vom 24.09.2013, II ZR 39/12.

⁴⁸⁷ Das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG), veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 48 vom 23.10.2008, ist ein reines Änderungsgesetz, mit dem das deutsche GmbH-Recht grundlegend reformiert wurde. Ziel des Gesetzes ist insbesondere die Beschleunigung und Vereinfachung von Unternehmensgründungen, die Erhöhung der Attraktivität der GmbH als Rechtsform und die Bekämpfung von Missbräuchen.

⁴⁸⁸ §§ 39 Abs. 1 Nr. 5; 135 InsO; vgl. Sinz (2016), S. 3.

⁴⁸⁹ Vgl. Bauer (2016), S. 4.

nach § 15a InsO bereits auslöst.⁴⁹⁰ Weiter werden mit dem Eintritt der Insolvenzantragsgründe nach §§ 17 und 19 InsO auch gesellschaftsrechtliche Zahlungsverbote nach den §§ 64 GmbH und 92 Abs. 2 AktG ausgelöst, was dazu führt, dass eine außergerichtliche Sanierung aufgrund des eingeschränkten Handlungsspielraumes weiter erschwert wird.⁴⁹¹ Der rechtliche Krisenbegriff greift erst im Rahmen der Liquiditätskrise und damit zu einem vergleichsweise späten Zeitpunkt; somit kann die Krise aus rechtlicher Sicht zwar nicht theoretisch, wohl aber pragmatisch sehr genau bestimmt werden.⁴⁹²

5.1.3. Der Krisenbegriff bezüglich Immobilienfondsgesellschaften

Abhängig von der Betrachtungsweise der einzelnen Akteure kann von der Krise eines geschlossenen Immobilienfonds bereits dann gesprochen werden, wenn lediglich die im Verkaufsprospekt formulierten Anlageziele, also die Verzinsung des von den Gesellschaftern eingebrachten Eigenkapitals, gefährdet sind und damit die in der Prognoserechnung ausgewiesenen Renditen nicht (mehr) bzw. nur zum Teil erwirtschaftet und an die Gesellschafter ausgekehrt werden können.⁴⁹³ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn klar wird, dass eine ungünstig gelegene Immobilie erworben wurde und die erwirtschafteten Mieteinnahmen des Objektes nicht (mehr) dazu ausreichen, die erwarteten Eigenkapitalrenditen zu bedienen, – kurz, wenn die im Fondsprospekt formulierten Anlageziele offensichtlich nicht mehr erreicht werden können. Stellt sich die wirtschaftliche Lage so prekär dar, dass aufgrund der zuvor genannten Probleme auch die von der Objektgesellschaft eingegangenen (Darlehens-)Verpflichtungen nicht mehr erfüllt werden können, verschärft sich die Krise der Objektgesellschaft zusätzlich.⁴⁹⁴

⁴⁹⁰ Vgl. Hüttinger (2015), S. 90.

⁴⁹¹ Vgl. Hüttinger (2015), S. 90.

⁴⁹² Vgl. Glauer (2014), S. 62.

⁴⁹³ Im Rahmen der Experteninterviews wurden hierzu unterschiedliche Aussagen getroffen. Während Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019) aus dem „Lager“ der Anleger davon ausgehen, dass bereits dann eine Krise vorliegt, wenn die Eigenkapitalverzinsung aussetzt, hat der überwiegende Anteil der Befragten dies verneint und auf das unternehmerische Risiko sowie den Tatbestand der Insolvenzantragsgründe verwiesen.

⁴⁹⁴ Zu den Gründen und Ursachen der Sanierungsbedürftigkeit siehe auch Kapitel 5.2 in Verbindung mit den in Kapitel 3.6 beschriebenen Risiken. Vgl. auch Walch (2006), S. 45.

Auch hinsichtlich einer Immobilienfondsgesellschaft ist also die Krise ein Zustand, der bei ungehindertem Fortschreiten zwangsläufig zur Insolvenz einer Gesellschaft führt.⁴⁹⁵ Doch müssen, damit tatsächlich von einer Krise gesprochen werden kann, alle oben genannten Kriterien erfüllt sein. Bloße Abweichungen in der Prognoserechnung allein können zwar schon ein erstes Indiz für eine Krise sein, müssen aber noch nicht zwangsläufig zu einer Liquidation der Gesellschaft führen.⁴⁹⁶

Grundsätzlich kann die Krise einer Immobilienfondsgesellschaft in jeder Phase von deren Lebenszyklus eintreten.⁴⁹⁷ Die in Abbildung 20 dargestellte Untergliederung der Phasen einer Krise zeigt, dass die strategische Krise, die unbehandelt langfristig zur Liquidation der Gesellschaft führen würde, eigentlich eine Konzeptionskrise ist bzw. auf eine solche zurückzuführen ist, da gerade die Konzeption und damit die strategische Ausrichtung des Fonds die Benchmark für den späteren Erfolg bzw. Misserfolg darstellen.⁴⁹⁸

Im Fall einer Krise steht es den Gesellschaftern frei, sich für ein Sanierungskonzept und damit für den möglichen Fortbestand der Gesellschaft bzw. für die Liquidation (ordentlich oder über ein Insolvenzverfahren) zu entscheiden oder ihren Untergang hinzunehmen.⁴⁹⁹

5.2. Krisenfaktoren als Ausgangssituation der Sanierungsbedürftigkeit

Nur in sehr seltenen Fällen ist davon auszugehen, dass ein geschlossener Immobilienfonds über Nacht sanierungsbedürftig wird, die Renditen auf das eingebrachte Eigenkapital plötzlich sinken oder die Liquidität in der Gesellschaft nicht mehr dazu ausreicht, den Kapitaldienst (vollständig) zu bedienen. Vielmehr ist die Krise einer Gesellschaft in der Regel das Resultat einer schleichenden Entwicklung meist mehrerer Ursachen, die zusammenwirken und sich

⁴⁹⁵ Vgl. Glauer (2014), S. 63.

⁴⁹⁶ Vgl. Glauer (2014), S. 64. Der überwiegende Anteil der Experten hat im Rahmen der Interviews angegeben, dass bloße Abweichungen in der Prognoserechnung noch kein Krisenmerkmal sind. Vgl. hierzu auch die Antworten zu Frage 6 in Kapitel 8.3.1.

⁴⁹⁷ Vgl. Glauer (2014), S. 64. Zu den „Phasen“ einer Immobilienfondsgesellschaft vgl. Abbildung 12.

⁴⁹⁸ Vgl. Glauer (2014), S. 64.

⁴⁹⁹ Vgl. Wagner (1999), S. 868, 871; vgl. Walch (2006), S. 45.

gegenseitig verstärken.⁵⁰⁰ Diese Ursachen lassen sich im Wesentlichen in „Informationsdefizite auf Seiten des Anlegers“ sowie „systeminterne und externe Ursachen“ unterteilen.⁵⁰¹

5.2.1. Informationsdefizite des Anlegers

Es ist davon auszugehen, dass bereits zum Zeitpunkt des ersten Beratungs- bzw. Verkaufsgesprächs im Rahmen des Vertriebes durch Banken, Finanzdienstleister oder den Initiator selbst, also schon vor Zeichnung der Beteiligung, der Informationsstand des Anlegers in aller Regel unzureichend ist – und das auch nach Einführung der Prospektpflicht. Dies ist allein aufgrund des Umstandes der Fall, dass Spezial- und Fachwissen unterschiedlichster Branchen notwendig ist, um sowohl eine Immobilieninvestition als auch die (juristische und steuerliche) Struktur eines geschlossenen Immobilienfonds zu verstehen sowie die Chancen und Risiken zu identifizieren und realistisch einzuschätzen. Des Weiteren kann davon ausgegangen werden, dass nicht nur der zukünftige Gesellschafter, sondern auch seine Berater sich in der Regel kein eigenes Bild über das zu finanzierende Objekt gemacht haben, da Anteile an geschlossenen Immobilienfonds nicht nur im räumlichen Umfeld der Immobilie, sondern vielmehr im ganzen Bundesgebiet vertrieben werden.⁵⁰² Ob die Errichtung, die Sanierung oder der Erwerb der Immobilien zuverlässig und zeitgemäß vollzogen werden bzw. ob die im Fondsprospekt beschriebenen Vorgaben eingehalten werden, kann der Anleger aber nur nachvollziehen, wenn er sich selbst von der baulichen Substanz und dem Baufortschritt unterrichtet hat,⁵⁰³ über den entsprechenden Erfahrungsschatz verfügt oder sich unter Zuhilfenahme von Experten (teilweise mit erheblichen Kosten verbunden) vom Zustand, der Lage, dem Marktumfeld der Immobilien etc. und von den Mechanismen des Fondskonstruktes überzeugt. Die meisten Anleger aber scheuen diesen Aufwand.

⁵⁰⁰ Vgl. Bauer (2016), S. 6.

⁵⁰¹ Die Risiken eines geschlossenen Fonds sind bereits in Kapitel 3.6 ausführlich beschrieben. Zur Kategorisierung der Risiken vergleiche auch Bastian (2012), S. 99 ff.

⁵⁰² Vgl. auch Stöhr (2009), S. 23. Im Rahmen der Experteninterviews mit Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) hat sich dies bestätigt.

⁵⁰³ Es muss angenommen werden, dass, selbst wenn der Anleger das Investitionsobjekt vor Zeichnung des Anteilsscheines in Augenschein nimmt, dies nicht bedeutet, dass er über das notwendige Fachwissen verfügt, die Qualität einer Bausubstanz korrekt einzuschätzen.

Hinzu kommt, dass es dem Gesellschafter an mittelbarem Einfluss auf die mit der Betreuung des geschlossenen Immobilienfonds bzw. der Immobilie betrauten Beteiligten mangelt, da zwischen dem Gesellschafter und den am Fonds Beteiligten⁵⁰⁴ in der Regel kein Vertragsverhältnis begründet wird. Vielmehr beauftragt die Objektgesellschaft als eigenständiges Wirtschaftssubjekt die entsprechenden Dienstleister, die dann nur ihr verpflichtet sind. Ob und inwieweit die Objektgesellschaft die von diesen zur Verfügung gestellten Informationen an die Gesellschafter weitergibt bzw. die Gesellschafter die von der Objektgesellschaft generierten Daten abfordern, ist in jedem Einzelfall kritisch zu hinterfragen.⁵⁰⁵

Der Geschäftsführung eines geschlossenen Immobilienfonds kann unterstellt werden, dass sie kein gesteigertes Interesse an einer vollumfänglichen und transparenten Informationspolitik hat, da eine solche allein aufgrund der Anzahl der an einem geschlossenen Fonds beteiligten Gesellschafter den Arbeitsaufwand drastisch erhöhen würde. Zudem bringt eine offene Informationspolitik der Geschäftsführung für diese die Gefahr, dass mögliche Fehler vom Gesellschafter erkannt werden und sich die Geschäftsleitung dann mit kritischen Rückfragen oder entsprechenden Schadensersatzforderungen bis hin zum Auftragsverlust konfrontiert sieht.⁵⁰⁶

5.2.2. Systemexterne Krisenfaktoren

Systemexterne Einflussfaktoren sind solche, die von außen auf die Immobilie bzw. die Objektgesellschaft einwirken und durch die Objektgesellschaft nicht oder nur geringfügig beeinflussbar sind. Es können ökologische, ökonomische, technologische, sozio-kulturelle und politisch-rechtliche Einflussfaktoren unterschieden werden. Bei geschlossenen Immobilienfonds spielen im Wesentlichen (volks-)wirtschaftliche Gründe wie z. B. der Umstand, dass die im Fondsprospekt prognostizierte Entwicklung der Miet- und Pacht niveaus oder die Entwicklung der jeweiligen Wirtschaftsregion nicht so wie erhofft eintreten, eine erhebliche Rolle.⁵⁰⁷

⁵⁰⁴ Z. B. finanzierende Bank, Bauunternehmer, Mieter etc.

⁵⁰⁵ Vgl. Bastian (2012), S. 144.

⁵⁰⁶ Vgl. Bastian (2012), S. 144.

⁵⁰⁷ Durch Steuerbegünstigungen sind diverse Liquiditätsflüsse in das Land Berlin und die neuen Bundesländer gelenkt worden. Heute, nach Auslaufen der Förderungen und steuerlichen Anreize, muss festgestellt werden, dass der dadurch erhoffte Aufschwung der neuen Bundesländer nur bedingt eingetreten ist und die Regionen und damit die Investments sich nicht wie prognostiziert entwickelt haben. Zum Verlust von steuerlichen Vorteilen oder Veränderungen im Steuerrecht vgl. auch Kapitel 3.6.10.

Ändert sich das nachgefragte Profil von Mietflächen, besteht die Gefahr, dass die Lage der Immobilie(n) sowie die innere und äußere Architektur (z. B. Zuschnitt und Größe der Mietflächen) nicht mehr dem aktuellen Bedarf entsprechen⁵⁰⁸ und aufgrund dessen die Nachfrage nach Mietflächen rückläufig ist. Ebenso können ein Überhang von Immobilienangeboten bzw. die demografische Entwicklung Einfluss auf die Nachfrage haben. So sank z. B. Anfang der 1990er Jahre die Bevölkerungsanzahl in der Bundesrepublik, was zur Folge hatte, dass insbesondere die Nachfrage nach Wohnraum deutlich sank.⁵⁰⁹

Sofern die Finanzierung der Immobilie in einer ausländischen Währung erfolgt ist, sind auch hier systemexterne Ursachen möglich, da das Fremdwährungsrisiko durch die Immobiliengesellschaft nur bedingt beeinflusst werden kann.⁵¹⁰

In den 2000er Jahren kristallisierte sich für geschlossene Immobilienfonds ein weiterer, nicht unerheblicher systemexterner Faktor heraus. Ab den 1970er Jahren wurden – zunächst in Berlin und nach Grenzöffnung in den neuen Bundesländern – durch den Gesetzgeber massive Subventionen in Form von Zuschüssen und Steuerbegünstigungen begeben, um die Attraktivität von Investitionen in Immobilien zu steigern. Die (Miet-)Subventionen der Länder waren zumeist auf eine Grundlaufzeit von zehn bis 15 Jahren festgelegt. Anfänglich wurden sie noch über die Grundlaufzeit hinaus verlängert.⁵¹¹ Spätestens das Inkrafttreten des Wohnraumförderungsgesetzes aber bedeutete für den sozialen, geförderten Wohnungsbau eine erhebliche Zäsur.⁵¹² Auslaufende Förderungen sowie eine aufgrund der sinkenden Bevölkerungszahl geringe Nachfrage nach den massenhaft errichteten, sozial geförderten Mietflächen führten zu

⁵⁰⁸ Vgl. Bastian (2012), S. 191.

⁵⁰⁹ Bei gleichzeitigem Überangebot neu – unter anderem durch den geförderten Wohnungsbau – errichteter Wohnungen. Vgl. Bastian (2012), S. 191 f.; vgl. auch Stöhr (2009), S. 24.

⁵¹⁰ Währungsrisiken lassen sich durch Absicherungsgeschäfte vermeiden. Optionen oder Swaps auf den Devisenmarkt können Währungsrisiken ausschließen oder zumindest erheblich vermindern. Diese Absicherungsinstrumentarien sind kostspielig und führen dazu, dass die erhoffte Steigerung der Rendite durch eine Finanzierung in ausländischer Währung nahezu aufgezehrt wird. Zu den Finanzierungsrisiken siehe auch Kapitel 3.6.2.

⁵¹¹ Vgl. Bastian (2012), S. 193.

⁵¹² Mit der Einführung des Wohnraumförderungsgesetzes spätestens zum 01.01.2003 wird die Förderung von sozialem Wohnungsbau nicht mehr auf die breite Schicht der Bevölkerung abgestellt. Gefördert werden von nun an nur noch bedürftige Haushalte, die sich am Markt nicht selbst versorgen können und auf eine entsprechende Unterstützung angewiesen sind. Des Weiteren werden seit Einführung des Wohnraumförderungsgesetzes auch der Wohnungsbestand und der Erwerb von bestehendem Wohnraum als förderfähig erachtet.

erheblichen Liquiditätsengpässen auf Ebene der Objektgesellschaften. Gleiches gilt für die einschneidenden Änderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen.⁵¹³

5.2.3. Systeminterne Krisenfaktoren

Neben den Informationsdefiziten der Anleger und den systemexternen Gründen können konkrete Ursachen ausgemacht werden, die bereits und (fast) ausschließlich im System des geschlossenen Immobilienfonds selbst liegen.⁵¹⁴ Ein geschlossener Immobilienfonds wird zu meist über eine lange Grundlaufzeit konzipiert. Zu Beginn der Laufzeit muss ein geeignetes Objekt (ein Grundstück bzw. eine Immobilie) gefunden und erworben werden, bei dem davon ausgegangen werden kann, dass es sich unter den für diese Laufzeit angenommenen Rahmenbedingungen günstig entwickelt.⁵¹⁵ In der Regel wurde das Objekt vom Initiator am Markt erworben und dann an die Objektgesellschaft veräußert, wobei dem Initiator das Bestreben unterstellt werden kann, seinen Veräußerungsgewinn durch einen überhöhten Kaufpreis zu Lasten der Objektgesellschaft und damit zu Lasten des durch die Gesellschafter eingebrachten Eigenkapitals zu erhöhen.⁵¹⁶ Damit besteht bereits bei Erwerb des Objektes für die Gesellschafter die Gefahr, in ein überteuertes Objekt zu investieren,⁵¹⁷ was die Liquidität der Gesellschaft und die Rentabilität der Kapitalanlage entsprechend negativ belastet.⁵¹⁸ Hinzu kommt, dass die Objektgesellschaft aufgrund eines zu teuren Einkaufes der Möglichkeit beraubt wird, zukünftig die Immobilie kostendeckend bzw. gewinnbringend am Markt weiter zu veräußern.⁵¹⁹ Der Fokus eines geschlossenen Immobilienfonds liegt darauf, die Immobilie langfristig im Bestand zu halten und durch Mieteinnahmen Renditen auf das eingebrachte Eigenkapital zu erwirtschaften. Steigen z. B. die Erstellungskosten und müssen frühzeitig Sanierungen vorgenommen werden oder bleiben die prognostizierten Mieteinnahmen aus, stellt der

⁵¹³ Siehe hierzu auch Kapitel 3.6.10.

⁵¹⁴ Vgl. Bastian (2012), S. 145 f.

⁵¹⁵ Vgl. Bastian (2012), S. 146.

⁵¹⁶ Vgl. Bastian (2012), S. 150; vgl. auch Walch (2006), S. 40; vgl. auch Zander et al. (2013), S. 31.

⁵¹⁷ Vgl. Otto (1988), S. 48; vgl. auch Walch (2006), S. 40; vgl. Stöhr (2009), S. 20.

⁵¹⁸ Vgl. Bastian (2012), S. 146; vgl. Walch (2006), S. 40; gleiches kann auch dem Zusammenwirken von befreundeten bzw. verbundenen“) Makler und Initiator bzw. Bauunternehmer und Initiator unterstellt werden.

⁵¹⁹ Vgl. Otto (1988), S. 48.

vorzeitige Verkauf der Immobilie eine durchaus in Betracht zu ziehende Alternative dar.⁵²⁰ Ein geschlossener Immobilienfonds ist nicht darauf ausgelegt, größere Finanzierungsrücklagen zu bilden, um damit längere Liquiditätsengpässe zu überbrücken,⁵²¹ vielmehr drängen die Gesellschafter darauf, die im Fondsprospekt versprochenen Renditen ausgeschüttet zu bekommen; infolge dessen ist der Handlungsspielraum (in einer Krise) eingeschränkt.

Ferner kann es Probleme bei der Platzierung der Gesellschaftsanteile geben. Gelingt es dem Initiator nicht, sämtliche Gesellschaftsanteile am Markt zu platzieren, fehlen wesentliche Teile des Eigenkapitals, sowohl um die Anforderungen der Bank einer zuvor definierten Eigenkapitalquote zu erfüllen als auch um den Grundstein zum Erwerb der Immobilie zu legen. Idealerweise stattet der Initiator die Objektgesellschaft mit einer Platzierungsgarantie aus und übernimmt dabei Eigenkapitalanteile, die nicht am Markt platziert werden können, selbst. Gelingt die Platzierung dennoch nicht, droht die Rückabwicklung und die Rückzahlung des eingesammelten Eigenkapitals; Aufwendungen für die Konzeption, die rechtliche und steuerliche Prüfung und den Vertrieb gehen in diesem Fall sowohl für den Initiator als auch für den Gesellschafter in den allermeisten Fällen verloren.⁵²²

Weitere Gründe für ungerechtfertigte Kapitalabflüsse aus dem Gesellschaftsvermögen können zu hohe Provisionszahlungen an Immobilien- und/oder Anlagevermittler oder überhöhte Beratungs- und Strukturkosten sein, die im Zusammenhang mit der Errichtung und dem Vertrieb der Gesellschaftsanteile anfallen. Diese weichen Kosten können zwischen 15 % bis 25 % des vom Anleger investierten Eigenkapitals betragen, sind also nicht unerheblich.⁵²³

⁵²⁰ Vgl. hierzu Kapitel 3.6.1 in Verbindung mit 3.6.5. Vgl. auch Bastian (2012), S. 147. Eine unzureichende Rentabilität kann auch auf eine schlecht geführte Immobilienverwaltung zurückgeführt werden. Um dieses Problem zu beheben, kann eine kompetente Immobilienverwaltung mit der Bewirtschaftung des Objektes beauftragt werden. Die Effizienz einer Immobilienverwaltung kann in vielerlei Hinsicht gewährleistet werden: durch Präsenz vor Ort, durch Marktkenntnis, durch Synergieeffekte bei der Bewirtschaftung, der Buchhaltung, durch steuerliche und juristische Beratung, durch Bündelung von Aufträgen zu größeren Volumen und die dadurch kostengünstigeren Preise etc. Mit ihrer Hilfe können z. B. die Mieteinnahmen erhöht und die Kosten der Bewirtschaftung und Instandhaltung gesenkt werden. Vgl. Stöhr (2009), S. 24.

⁵²¹ Vgl. Bastian (2012), S. 147.

⁵²² Vgl. Bastian (2012), S. 189; vgl. Walch (2006), S. 43.

⁵²³ Zur Fungibilität, der Transaktionsdauer und den -kosten vgl. Kapitel 3.5.4.

In Verbindung mit einer hohen Fremdkapitalquote erhöht sich das Risiko der wirtschaftlichen Schieflage der Objektgesellschaft um ein Vielfaches.⁵²⁴ Finanziert die Objektgesellschaft die Investition unter Ausschöpfung ihrer finanziellen Möglichkeiten, können auch geringe Verluste bzw. Liquiditätsengpässe nicht verkraftet werden.⁵²⁵ Ein Liquiditäts- oder Kapitalausfall⁵²⁶ führt zwangsläufig dazu, dass die in der Gesellschaft vorhandenen Liquiditätsüberschüsse bzw. freies und unbelastetes Eigenkapital aufgezehrt werden und kurz- oder mittelfristig die mit der Bank vereinbarten Annuitäten nicht mehr bedient und Beleihungsausläufe nicht mehr eingehalten werden können. Sind die Liquiditätsreserven der Gesellschaft aufgebraucht und lässt sich die Immobilie nicht gewinnbringend am Markt veräußern,⁵²⁷ ist die Gesellschaft zahlungsunfähig. Es bedarf neuer Kapitalmittel, um eine (drohende) Insolvenz nach § 17 bzw. § 18 Abs. 1 und 2 InsO abzuwenden. Die Anwendung von Sanierungsbausteinen wird – egal ob von der finanzierenden Bank oder den Gesellschaftern – aber nur dann gewährt werden, wenn den Kapitalgebern ein schlüssiges und erfolgversprechendes Sanierungskonzept vorliegt.⁵²⁸

Doch auch die Gesellschafter eines geschlossenen Immobilienfonds können einen systeminternen Krisenfaktor darstellen. Denn die vorgenannten Erläuterungen können, sofern der Gesellschafter seine Beteiligung am Immobilienfonds ebenfalls fremdfinanziert hat, auch auf das Investitionsverhältnis zwischen Gesellschafter und Gesellschaft bezogen werden. Zur Optimierung der eigenen Rendite sind die Anleger teilweise dazu übergegangen den Erwerb ihrer Beteiligung zu einem hohen Anteil fremd zu finanzieren.⁵²⁹ Sie werden in aller Regel eine kontinuierliche Ausschüttung des Fonds unterstellt haben, um damit Zins- und Tilgungsleistungen des von ihnen aufgenommenen Darlehens bedienen zu können. Hinzu kommt, dass geschlossene Immobilienfonds in der Vergangenheit als sogenannte Steuersparmodelle verkauft

⁵²⁴ Vgl. Bastian (2012), S. 150; vgl. auch Kapitel 3.6.2 unter dem Stichwort: Leverage-Effekt.

⁵²⁵ Vgl. Walch (2006), S. 42.

⁵²⁶ Vgl. hierzu auch Kapitel 3.6.1.

⁵²⁷ Vgl. Bastian (2012), S. 147.

⁵²⁸ Vgl. Walch (2006), S. 46 ff. und S. 128 f.; vgl. auch Steffens und Dreßler (2014), S. 149 sowie BGH, Urteil vom 04.12.1997, IX ZR 47/97. Hier wird im Rahmen des Urteiles darauf verwiesen, dass mindestens ein schlüssiges Sanierungskonzept vorliegen muss, das offensichtlich nicht undurchführbar ist.

⁵²⁹ Siehe dazu auch Kapitel 3.6.2.

wurden.⁵³⁰ Hierbei haben Gesellschafter mit teilweise erheblichen Steuervorteilen kalkuliert. Bei Anlegern, die ihre Beteiligung fremdfinanziert oder mit Steuervorteilen (die nicht oder nur teilweise gewährt wurden) subventioniert haben, aber auch bei erkrankten und arbeitslos gewordenen Anlegern besteht das Risiko, dass sie ihren Zahlungszusagen nicht mehr nachkommen können.⁵³¹

Hinzu kommen Fondskonstrukte, die es dem Gesellschafter erlauben, die bei Zeichnung des Gesellschaftsanteiles vereinbarte Kapitalzusage ratierlich oder zu einem späteren Zeitpunkt in die Gesellschaft einzubringen. Dies hat aus Sicht des Vertriebes den Vorteil, dass auch kapital-schwache Gesellschafter geworben werden können.⁵³² Gleiches gilt für Gesellschafter, über deren Vermögen das Insolvenzverfahren eröffnet wurde.⁵³³ Vor allem dann, wenn es notwendig wird, dass die Gesellschafter einen Nachschuss in Form von weiterem Eigenkapital oder Gesellschafterdarlehen zur Sanierung ihrer Fondsgesellschaft beisteuern, kann ein solches Szenario die Schieflage eines Fonds deutlich verstärken.

Sofern die Objektgesellschaft einen Rechtsanspruch auf Zahlung noch offener bzw. nachträglich zu fordernder Beträge hat, ist zu bewerten, ob dieser Anspruch gegenüber dem zahlungs-unfähigen und ggf. insolventen Gesellschafter durchgesetzt werden kann. Wird über das Vermögen eines Gesellschafters das Insolvenzverfahren eröffnet, so verbleibt der Fondsgesellschaft lediglich die Möglichkeit, ihre Forderung gegenüber dem Gesellschafter in der Insolvenztabelle anzumelden; ob und inwieweit die Insolvenzmasse des Gläubigers dazu ausreicht, diese Forderungen zu bedienen, ist aber fraglich. Sofern eine Zuteilungsquote festgestellt wird, reicht diese zumeist nur zur Bedienung geringer Beträge.⁵³⁴

Pfänden Gläubiger das Vermögen eines insolventen Gesellschafters, so ist zu berücksichtigen, dass auch die Gesellschaftsanteile eines geschlossenen Immobilienfonds zum Vermögen des Gesellschafters gehören. Gerade bei werthaltigen Beteiligungen werden die Gläubiger

⁵³⁰ Vgl. auch Kapitel 3.6.10.

⁵³¹ Vgl. Walch (2006), S. 42; vgl. Bastian (2012), S. 153 f.; vgl. auch Wagner (1999), S. 868, 871 und Wagner (2000), S. 169 f.

⁵³² Vgl. Bastian (2012), S. 152 f.

⁵³³ Vgl. Walch (2006), S. 42; vgl. Bastian (2012), S. 153.

⁵³⁴ Vgl. Bastian (2012), S. 153.

versuchen, diese Werthaltigkeit zu liquidieren. Sofern dies aus gesellschaftsrechtlicher und gesellschaftsvertraglicher Sicht möglich ist, stellt es für die Fondsgesellschaft und die übrigen Mitgesellschafter insbesondere dann eine Gefahr dar, wenn die Beteiligungshöhe des insolventen Gesellschafters nicht unerheblich ist und bestimmte Schwellenwerte für zu treffende Entscheidungen (ggf. unter Mitwirkung einzelner weniger Gesellschafter) überschritten werden. Vor diesem Hintergrund können Handlungen wie z. B. der (Not-)Verkauf der Immobilie oder die Sonderkündigung des Darlehens mit Vorfälligkeitsentschädigung etc. verlangt werden, welche die Werthaltigkeit der Beteiligung (extrem) beeinflussen kann und damit die Werthaltigkeit der Beteiligungen der übrigen Gesellschafter in Mitleidenschaft zieht.

5.3. (Drohende) Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung als Hinweise auf Sanierungsbedürftigkeit

Im Rahmen der Bewirtschaftung der Immobilienfondsgesellschaft sind die Verantwortlichen angehalten, sich laufend über die wirtschaftliche Lage der Unternehmung zu informieren.⁵³⁵ Unabhängig davon, welche Ursachen oder Risiken einen geschlossenen Immobilienfonds in die Krise geraten lassen, fehlt es letztlich an Liquidität, um Investitionen in das Gebäude vorzunehmen oder um Gläubiger und Gesellschafter mit den (vertraglich) vereinbarten Zahlungsflüssen zu bedienen.⁵³⁶ In jedem Fall liegt dann eine Krise der Objektgesellschaft vor, wenn die vorhandenen und laufend erwirtschafteten Mittel für diese Zahlungen kurz- bis mittelfristig nicht mehr ausreichen und das in der Gesellschaft vorhandene (Eigen-)Kapital aufgezehrt wurde, sodass (zukünftige) Verbindlichkeiten der Immobilienfondsgesellschaft nicht mehr bedient werden können und damit die Insolvenzantragsgründe nach § 15a InsO i. V. m. §§ 17 ff. InsO gegeben sind.⁵³⁷ Die Vorteile einer außergerichtlichen Sanierung stehen den Stakeholdern der Objektgesellschaft dabei nicht unbegrenzt zur Verfügung. Die zeitliche Obergrenze einer außergerichtlichen Sanierungsbemühung ist dabei die dreiwöchige Insolvenzantragspflicht nach § 15a Abs. 1 InsO. Innerhalb dieser drei Wochen nach Eintritt der

⁵³⁵ Vgl. hierzu BGH, Urteil vom 14.05.2007, II ZR 48/06.

⁵³⁶ Im Rahmen der Experteninterviews wurde bestätigt, dass in den überwiegenden Fällen zunächst die Zahlungsunfähigkeit als Indiz einer Sanierungsbedürftigkeit eingetreten ist. Vgl. hierzu auch die Auswertungen zu Frage 4 in Kapitel 8.3.1.

⁵³⁷ Zum Thema (drohende) Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung vgl. insbesondere Schmidt und Brinkmann (2016), S. 441 ff.; vgl. Bauer (2016), S. 33 ff. und Herrmanns (2014b), S. 565 ff.

Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) bzw. der Überschuldung (§19 InsO) müssen die organschaftlichen Vertreter der Objektgesellschaft einen Insolvenzantrag stellen, um sich nicht wegen schuldhaften Zögerns verantworten zu müssen.⁵³⁸ Je früher eine Krise erkannt wird, desto eher kann gehandelt werden und desto eher können ein größtmöglicher Handlungsspielraum erhalten und eine außergerichtliche Sanierung ermöglicht werden.

	§ 17 InsO - Zahlungsunfähigkeit	§ 18 InsO – drohende Zahlungsunfähigkeit	§ 19 InsO – Überschuldung
beschränkt haftende Kapitalgesellschaften sowie Personengesellschaften, die keine natürliche Person als Vollhafter haben	Antragspflicht	Antragsrecht	Antragspflicht
natürliche Personen, Personengesellschaften	Antragsrecht	Antragsrecht	
antragsberechtigt	Schuldner und Gläubiger	Schuldner	Schuldner und Gläubiger

Abbildung 22: Insolvenzantragspflichten und -berechtigte⁵³⁹

5.3.1. Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO

Die Zahlungsunfähigkeit ist neben der Überschuldung ein allgemeiner Eröffnungsgrund eines Insolvenzverfahrens. Anders als bei der Überschuldung findet die Zahlungsunfähigkeit als Grund für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens Anwendung auf das Vermögen eines jeden insolvenzfähigen Schuldners.⁵⁴⁰ Damit ist die Zahlungsunfähigkeit ein Insolvenzantragsgrund nicht nur für juristische Personen, sondern auch für natürliche Personen wie etwa die

⁵³⁸ Vgl. Hüttinger (2015), S. 104 f. Ein Insolvenzverfahren wird nur auf Antrag eröffnet. Die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens von Amtswegen, wie z. B. bei einem Strafverfahren, ist nicht vorgesehen. Der Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens nach §§ 17 und 19 InsO kann dabei vom Krisenunternehmen, dem Schuldner oder dem Gläubiger gestellt werden. Lediglich beim Antragsgrund nach § 18 InsO obliegt es allein dem Schuldner, nicht aber dem Gläubiger, den Eröffnungsantrag zu stellen. Siehe auch Niering und Hillebrand (2012), S. 209.

⁵³⁹ Quelle: eigene Darstellung nach Schubert (2020).

⁵⁴⁰ § 11 InsO.

Betreiber eines Einzelkaufmännischen Unternehmens oder für natürliche Personen, die in Personengesellschaften als Vollhafter auftreten.⁵⁴¹

Spätestens mit Stellung des Insolvenzantrages muss davon ausgegangen werden, dass die Forderungen der Gläubiger durch den Schuldner nicht mehr bedient werden können;⁵⁴² doch schon ab dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit sind die Handlungsmöglichkeiten der Geschäftsführung einer Gesellschaft stark eingeschränkt.⁵⁴³ Anders als bei der drohenden Zahlungsunfähigkeit handelt es sich hierbei um eine statische, stichtagbezogene Betrachtung. Bei der statischen Betrachtung werden zukünftige Zahlungsmittel (ggf. unter der Berücksichtigung einer Kontokorrentlinie) den am Stichtag fälligen Verbindlichkeiten gegenübergestellt.⁵⁴⁴ In der Praxis wird davon ausgegangen, dass eine Zahlungsunfähigkeit erst dann vorliegt, wenn die Illiquidität der Gesellschaft nicht nur vorübergehend ist. Die Illiquidität ist damit von der „Zahlungsstockung“ abzugrenzen.⁵⁴⁵ Der Bundesgerichtshof vertritt dabei in seinem Urteil IX ZU 123/04 vom 24.05.2005 die Auffassung, dass eine Zahlungsstockung anzunehmen ist, wenn der Zeitraum, den eine kreditwürdige Person benötigt, um sich die benötigten Mittel zu leihen, nicht mehr als drei Wochen beträgt.⁵⁴⁶

Beträgt die Deckungslücke am Ende der drei Wochen 10 % (oder mehr) der fälligen Gesamtverbindlichkeiten, so ist nach Auffassung des Bundesgerichtshofes eine Zahlungsunfähigkeit gegeben.⁵⁴⁷ Eine Zahlungsunfähigkeit liegt dann nicht vor, wenn mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass die Liquiditätslücke kurzfristig

⁵⁴¹ Vgl. Bauer (2016), S. 49; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 209 f.

⁵⁴² § 17 Abs. 2 InsO. Vgl. Herrmanns (2014b), S. 565.

⁵⁴³ Vgl. Schmidt und Brinkmann (2016), S. 444.

⁵⁴⁴ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 210; vgl. Schmidt und Brinkmann (2016), S. 444.

⁵⁴⁵ Von einem Insolvenzantragsgrund ist nicht auszugehen, wenn es zu einer bloßen „Zahlungsstockung“ kommt. Vgl. hierzu BGH, Urteil vom 24.05.2005, IX ZR 123/04; vgl. auch Herrmanns (2014b), S. 565. Vgl. Schmidt und Brinkmann (2016), S. 444. Zur „Zahlungsstockung“ vergleiche auch ausführlich Schmidt et al. (2016b), S. 38 f.

⁵⁴⁶ Vgl. BGH, Urteil vom 24.05.2005, IX ZU 123/04.

⁵⁴⁷ Vgl. Herrmanns (2014b), S. 565; vgl. Bauer (2016), S. 50.

vollständig geschlossen wird und dem Gläubiger das Warten auf Begleichung der Forderung zuzumuten ist.⁵⁴⁸

5.3.2. Drohende und eingetretene Zahlungsunfähigkeit nach § 18 InsO

Nach § 18 InsO tritt der Tatbestand der drohenden Zahlungsunfähigkeit dann ein, wenn eine Gesellschaft voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungsverpflichtungen zum Zeitpunkt ihrer jeweiligen Fälligkeit zu erfüllen. Im Vergleich zu § 17 InsO stellt der Gesetzgeber bei der drohenden Zahlungsunfähigkeit auf eine dynamische Liquiditätsbetrachtung ab, bei der zukünftige Zahlungsströme von Verbindlichkeiten und Forderungen unter Berücksichtigung einer Eintrittswahrscheinlichkeit gegenübergestellt werden.⁵⁴⁹ Zur Prüfung einer möglicherweise drohenden Zahlungsunfähigkeit kann auf den IDW-Prüfungsstandard IDW S 11 verwiesen werden.⁵⁵⁰ Die Beurteilung der drohenden Zahlungsunfähigkeit geschieht auf Basis eines zu erstellenden Finanzplanes.⁵⁵¹

Anhand des Finanzplanes gilt es festzustellen, ob die Gesellschaft im Prognosezeitraum bestehende und zukünftige Verbindlichkeiten zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit wird tilgen können.⁵⁵² Der Prognosezeitraum wird vom Gesetzgeber nicht definiert und ist im Einzelfall zu bestimmen, weshalb hinsichtlich des Prognosezeitraumes in der Literatur unterschiedliche Auffassungen vertreten werden. Die Bestimmung eines langen Planungshorizontes orientiert sich an der spätesten Fälligkeit der im Prognosezeitraum entstandenen Verbindlichkeiten.⁵⁵³ Damit Überschaubarkeit gewährleistet und eine realistische Einschätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten von zukünftigen Verbindlichkeiten möglich ist, kommt in der Regel nur ein betriebswirtschaftlich sinnvoller Zeitraum in Betracht,⁵⁵⁴ der meist auf drei Monate veranschlagt

⁵⁴⁸ Mit seinem Urteil IX ZR 123/04 vom 24.05.2005 hat der Bundesgerichtshof die Zahlungsunfähigkeit und die Zahlungsstockung sowohl zeitlich als auch betragsmäßig abgegrenzt. Vgl. Herrmanns (2014b), S. 566; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 212.

⁵⁴⁹ Zur drohenden Zahlungsunfähigkeit vgl. auch ausführlich Schmidt und Brinkmann (2016), S. 459 ff.; vgl. Herrmanns (2014b), S. 574 f. und Bauer (2016), S. 65 ff.

⁵⁵⁰ Vgl. Bauer (2016), S. 66.

⁵⁵¹ Vgl. Bauer (2016), S. 66.

⁵⁵² Vgl. Schmidt und Brinkmann (2016), S. 460.

⁵⁵³ Vgl. Bauer (2016), S. 66.

⁵⁵⁴ Vgl. Bauer (2016), S. 66.

wird.⁵⁵⁵ Der Prognosezeitraum des Finanzplanes sollte generell eher kurzfristig (bis zum Ende des Geschäftsjahres) oder bis zu einem Jahr angesetzt sein.⁵⁵⁶ Der vom Gesetzgeber häufig verwendete Terminus „voraussichtlich“ bedeutet dabei nach allgemeiner Auffassung „überwiegend wahrscheinlich“ und setzt damit eine Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Verbindlichkeiten von mehr als 50 % voraus.⁵⁵⁷

Es handelt sich bei dem hier zu erstellenden Finanzplan ausdrücklich nicht um eine Fortbestehungsprognose i. S. d. § 19 InsO, weil lediglich bestehende Verbindlichkeiten zum Fälligkeitszeitpunkt auszugleichen sind und keine Aussage darüber getroffen wird, ob eine grundsätzliche Überlebensfähigkeit der Objektgesellschaft gegeben ist.⁵⁵⁸ Die Prüfung der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit lässt sich schematisch wie folgt darstellen:

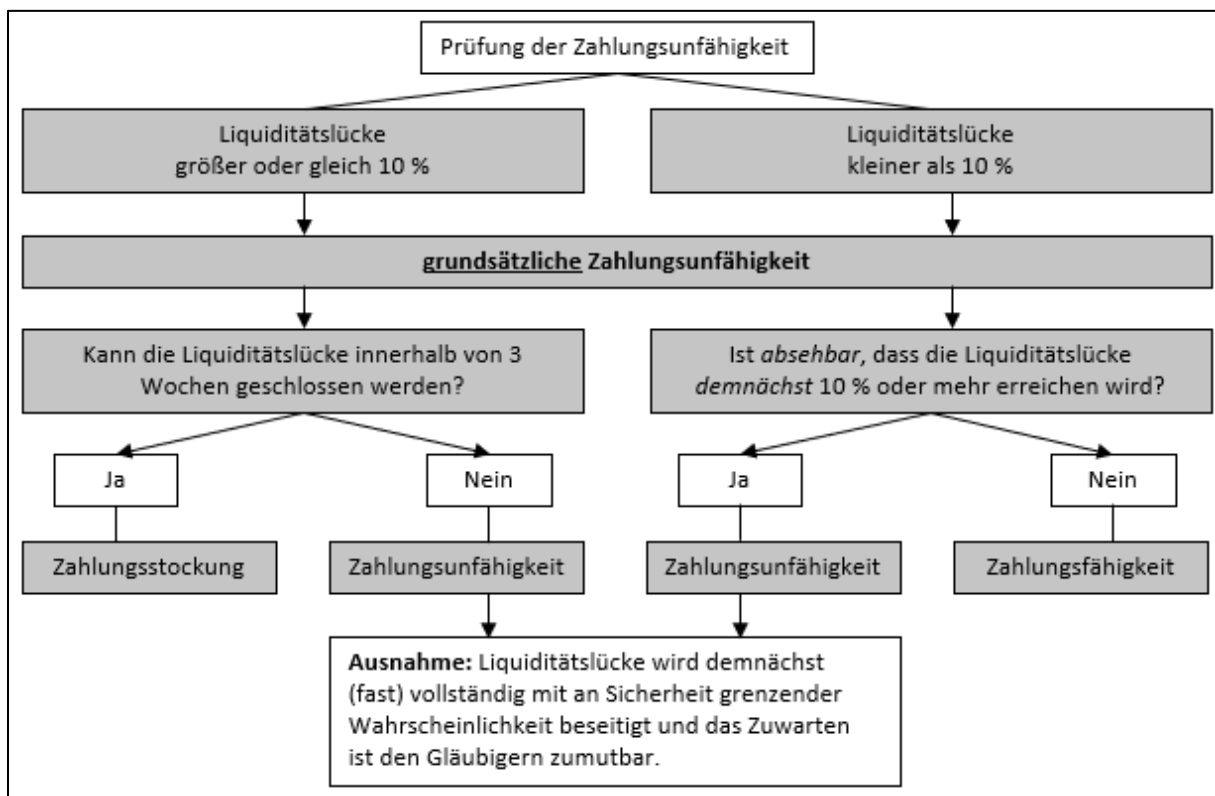


Abbildung 23: Schematische Darstellung der Feststellung einer (drohenden) Zahlungsunfähigkeit⁵⁵⁹

⁵⁵⁵ Vgl. Bauer (2016), S. 66.

⁵⁵⁶ Vgl. Herrmanns (2014b), S. 575. Zu möglichen Prognosezeiträumen vgl. auch Schmidt und Brinkmann (2016), S. 462 f.

⁵⁵⁷ Vgl. Herrmanns (2014b), S. 575.

⁵⁵⁸ Vgl. Herrmanns (2014b), S. 575.

⁵⁵⁹ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Niering und Hillebrand (2012), S. 213.

Nach § 18 InsO ist die Geschäftsführung einer Gesellschaft berechtigt, nicht aber verpflichtet, die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu beantragen. Es steht der Geschäftsführung damit frei, anstatt der Stellung eines Insolvenzantrages das Unternehmen außerhalb des Insolvenzverfahrens zu sanieren. Dabei muss nicht befürchtet werden, dass die Sanierungsbemühungen durch Insolvenzanträge der Gläubiger torpediert werden, denn bei der drohenden Zahlungsunfähigkeit handelt es sich um einen Insolvenzantragsgrund, der nur durch einen Eigenantrag geltend gemacht werden kann.⁵⁶⁰

5.3.3. Überschuldung nach § 19 InsO

Neben der Zahlungsunfähigkeit ist für Unternehmungen mit beschränkter Haftung (also den Rechtsformen GmbH, GmbH & Co. KG und Aktiengesellschaft), ebenfalls der Tatbestand der Überschuldung als Insolvenzantragsgrund maßgeblich.⁵⁶¹ Eine Überschuldung ist dann gegeben, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist überwiegend wahrscheinlich.⁵⁶² Das Eigenkapital ist zum Antragszeitpunkt bereits wertlos, sodass das Risiko der Unternehmensfortführung auf die Gläubiger übergeht. Bei Personengesellschaften mit unbeschränkter Haftung wird unterstellt, dass der Tatbestand der Überschuldung aufgrund der persönlichen unbeschränkten Haftungsübernahme nicht zum Tragen kommen kann.⁵⁶³

Die Überschuldung ist anhand eines Überschuldungsstatus festzustellen. Zum Bewertungsstichtag müssen das gesamte Vermögen der Objektgesellschaft sowie die dagegenstehenden Verbindlichkeiten aufgenommen und in einer Handelsbilanz gegenübergestellt werden. Die Bewertung der Aktiva hat dabei aufgrund der negativen Fortführungsprognose zu Zerschlagungswerten, also zu Werten, die bei einem Verkauf unter Druck am Markt zu realisieren wären, zu erfolgen.⁵⁶⁴ Zweck der Gegenüberstellung ist festzustellen, ob das Vermögen der

⁵⁶⁰ § 18 Abs. 1 InsO. Vgl. Herrmanns (2014b), S. 574; vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 209.

⁵⁶¹ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 217. Unter die beschränkt haftenden Rechtsformen fallen auch die UG mbH oder die Ltd.

⁵⁶² § 19 Abs. 2 Satz 1 InsO, vgl. auch Kapitel 5.3.4.

⁵⁶³ Vgl. Schubert (2020).

⁵⁶⁴ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 218.

Gesellschaft insbesondere im Liquidationsfalle dazu ausreichen würde, die Verbindlichkeiten der Gläubiger zu decken.⁵⁶⁵

Mit der Änderung des § 19 Abs. 2 Satz 2 InsO hat der Gesetzgeber klargestellt, dass „*Forderungen auf Rückgewähr von Gesellschafterdarlehen oder aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen, für die gem. § 39 Abs. 2 InsO zwischen Gläubiger und Schuldner der Nachrang im Insolvenzverfahren vereinbart worden ist*“, in die Überschuldungsprüfung nicht einzubeziehen sind. Zwingende Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass der Gläubiger eine qualifizierte Rangrücktrittserklärung gegenüber dem Gläubiger abgegeben hat, aus der sich ergibt, dass er hinter die in § 39 Abs. 1 Nr. 1 bis 5 InsO genannten Forderungen zurücktritt.⁵⁶⁶

5.3.4. Feststellung der Überschuldung

Die Überschuldung geht der Zahlungsunfähigkeit meist, aber nicht immer, lange voraus.⁵⁶⁷ Nach dem Wortlaut des § 19 Abs. 2 InsO erfolgt die Prüfung einer Überschuldung in einem zweistufigen Verfahren. Neben der „rechnerischen Überschuldung“ muss zur Beurteilung zunächst die Überlebens- oder Fortführungsprognose des Unternehmens festgestellt werden. Erst mit einer negativen Fortführungsprognose ist der Tatbestand der Überschuldung nach § 19 InsO erfüllt.⁵⁶⁸

Eine positive Fortführungsprognose kann nur dann durch die Geschäftsleitung festgestellt werden, wenn die Absicht der Fortführung des schuldnerischen Unternehmens besteht.⁵⁶⁹ Die Absicht der Fortführung ist dabei mittels eines aussagekräftigen Fortführungskonzeptes nebst eines nachvollziehbaren Ertrags- und Finanzplanes darzustellen; es muss ersichtlich sein, wie aus zukünftig erzielten Überschüssen aktuelle und zukünftige Verbindlichkeiten gedeckt

⁵⁶⁵ Vgl. Bauer (2016), S. 39.

⁵⁶⁶ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 218. Zur Zahlungsunfähigkeit wg. Forderungen im Rang des § 39 Abs. 2 InsO siehe auch ausführlich Fischer (2015), S. 137 ff. Zur Beseitigung der Fälligkeit insbesondere Fischer (2015), S. 140 f. Zum Rangrücktritt vgl. auch Kapitel 6.6.4.

⁵⁶⁷ Vgl. Bauer (2016), S. 35; vgl. Schmidt und Brinkmann (2016), S. 465.

⁵⁶⁸ Durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) vom 17.10.2008 (BGBl. Teil I Nr. 46 vom 17.10.2008) ist der in § 19 Abs. 2 InsO geregelte Überschuldungsbegriff neu gefasst worden. Eine Überschuldung kann demnach nur bei einer negativen Fortführungsprognose bestehen.

⁵⁶⁹ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 218.

werden können. Gegeben falls sind entsprechende Berater (Steuerberater, Wirtschaftsprüfer etc.) zur Erstellung der Fortführungsprognose hinzuzuziehen.

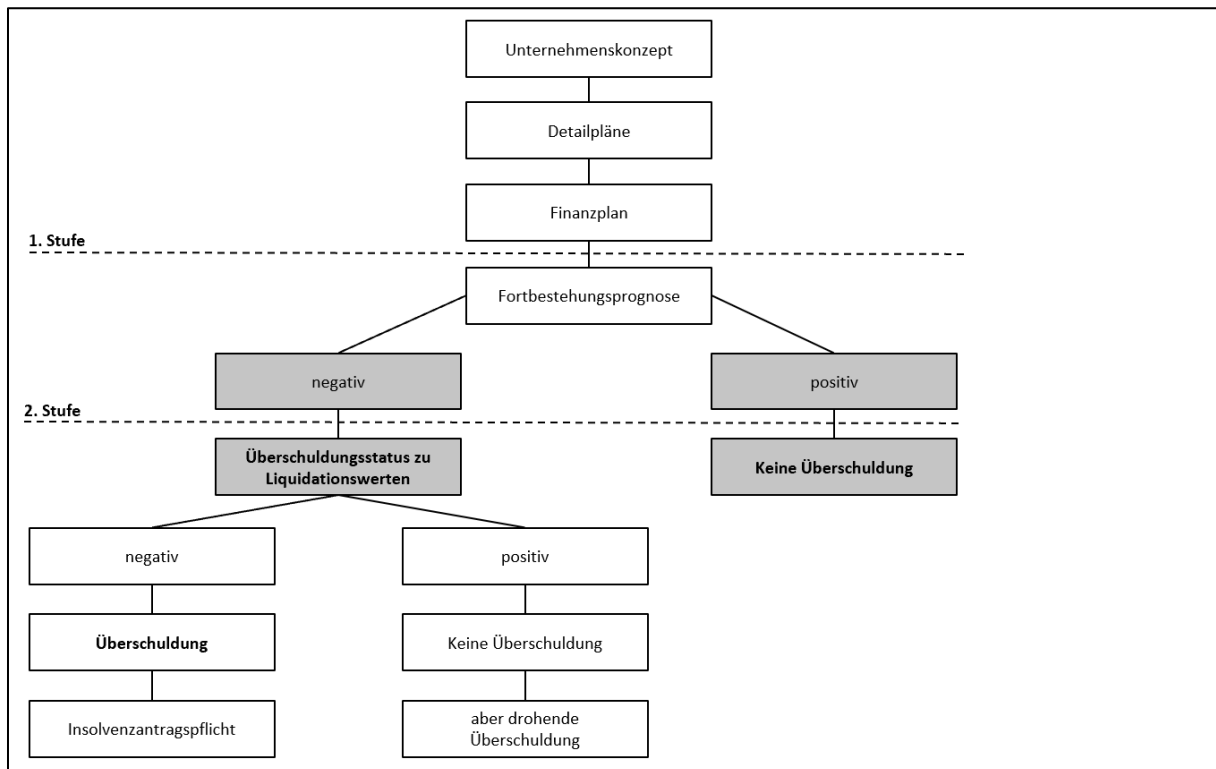


Abbildung 24: Struktur der Überschuldungsprüfung⁵⁷⁰

5.4. Feststellung der Sanierungsfähigkeit bzw. Notwendigkeit eines positiven Fortführungswertes

Sanierung oder Zerschlagung – größer können die Gegensätze in der Krise nicht sein. Das sind die Extreme, zwischen denen die Stakeholder einer Fondsgesellschaft, in erster Linie die Gesellschafter und die finanzierenden Banken, zu entscheiden haben.⁵⁷¹ Nicht jeder Beteiligte wird die Fondsgesellschaft um jeden Preis erhalten wollen. Insbesondere Gesellschafter und Banken werden finanzielle Auswirkungen und Risiken gegenüber einer Fortführungsprognose sorgfältig abwägen.⁵⁷²

⁵⁷⁰ Quelle: eigene Darstellung, entnommen aus Niering und Hillebrand (2012), S. 220.

⁵⁷¹ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 17.

⁵⁷² Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 17.

Unabhängig von den einzuhaltenden und jeweils gültigen Rechtsprechungen ist aus betriebswirtschaftlicher Sicht zu bewerten, ob und unter welchen Voraussetzungen die Fondsgesellschaft überhaupt sanierungsfähig ist bzw. ob eine Zerschlagung und damit Liquidation der Gesellschaft verfolgt werden sollte.⁵⁷³ Nach dem Sanierungsstandard IDW S 6 ist von einer Sanierungsfähigkeit auszugehen, wenn sowohl die Fortführungsfähigkeit nach § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB gegeben ist als auch die Wettbewerbs- und Renditefähigkeit der Objektgesellschaft nachhaltig wiedererlangt werden kann.⁵⁷⁴ Darüber hinaus werden die zukünftigen, kumulierten und auf den jeweiligen Stichtag abgezinsten Erträge den Zerschlagungs- und Liquidationswerten desselben Stichtages gegenüberzustellen sein. Nur wenn der Barwert der zukünftigen Erträge den Liquidationswert übersteigt, also ein Sanierungsmehrwert erzielt werden kann, ist eine Fortführung des Unternehmens zu empfehlen.⁵⁷⁵

5.5. Feststellung der Sanierungswürdigkeit

Die Bewertung der Sanierungsfähigkeit beruht überwiegend auf Prognosen und objektiver Kriterien. Im Wesentlichen stehen hierbei der Fortführungswert und der Liquidationswert im Mittelpunkt der Betrachtung. Bei positiver Sanierungsfähigkeit sind anschließend die Beurteilung der Sanierungswürdigkeit eines geschlossenen Immobilienfonds und das jeweilige Interesse der an der Fondsgesellschaft beteiligten Stakeholder zu beurteilen.⁵⁷⁶ Gerade im Bereich geschlossener Immobilienfonds wird bei einer positiven Sanierungsfähigkeit nicht grundsätzlich auch eine positive Entscheidung über die Sanierungswürdigkeit getroffen, da eine erfolgreiche Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds zumeist nur durch Zufuhr frischen Eigen- und Fremdkapitals bzw. durch einen „Schuldenschnitt“ gelingen kann.

Gläubiger und vor allem Gesellschafter haben zu entscheiden, ob die Überlebensfähigkeit der Gesellschaft noch zu gewährleisten oder diese zu liquidieren ist. Die beteiligten Geldgeber werden der Sanierung einer Fondsgesellschaft nur dann positiv gegenüberstehen, wenn sie dadurch finanziell (wesentlich) bessergestellt werden als bei einer umgehenden Liquidation

⁵⁷³ Zum positiven Fortführungswert vgl. Crone (2017b), S. 68, vgl. Fröhlich und Bächstädt (2014), S. 472 ff., zur Sanierungsfähigkeit vgl. auch ausführlich Axhausen und Rieser (2014) Prinz und Axhausen (2014), S. 1121 ff.

⁵⁷⁴ Vgl. Crone (2017b), S. 68.

⁵⁷⁵ Vgl. Pauw (2016), S. 53, vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 17.

⁵⁷⁶ Vgl. Fröhlich und Bächstädt (2014), S. 472, vgl. Pauw (2016), S. 53.

der Gesellschaft. Dies ist vor allem auch deshalb der Fall, weil viele (private) Gesellschafter nicht nur das bereits eingesetzte Eigenkapital verloren haben und die Verzinsung der Eigenkapitaleinlage ausgeblieben ist, sondern ggf. noch frisches Kapital zugeführt werden muss, ohne die Eintrittswahrscheinlichkeiten der Fortführungsprognose wirklich einschätzen zu können. Auch vonseiten der finanzierenden Banken ist mit Zurückhaltung zu rechnen. Hier kann nur mit der Zusage zu Sanierungsbeiträgen gerechnet werden, wenn mit „*überwiegender Wahrscheinlichkeit*“ davon auszugehen ist, dass das erstellte Sanierungskonzept umsetzbar und nachhaltig ist. Eine Sanierungsfähigkeit und -würdigkeit bzw. die operative, zeitliche und finanzielle Umsetzbarkeit eines Sanierungskonzeptes kann oftmals erst dann beurteilt werden, wenn die Bereitschaft der Gesellschafter und Gläubiger sowie die Höhe der möglichen Sanierungsbeiträge hierzu bekannt sind.

5.5.1. Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Banken

Im Fall der Liquidation einer Fondsgesellschaft sind zunächst die Gläubiger zu bedienen. Abhängig vom Finanzierungskonzept stehen an erster Rangstelle die finanzierenden Banken, die ihre Forderung gegenüber der Fondsgesellschaft in der Regel über die Eintragung einer Grundschuld im Grundbuch abgesichert haben.⁵⁷⁷ Je nach Rechtsform der Fondsgesellschaft und/oder weiteren Nebenabreden⁵⁷⁸ zwischen den Gesellschaftern und der finanzierenden Bank haften ggf. auch die Gesellschafter neben dem Immobilienvermögen mit weiteren Sicherheiten (z. B. Gesellschafter- und Nachrangdarlehen, nicht vollständig eingebrachten Haftenlagen, persönlicher Haftung etc.).⁵⁷⁹

Für Gläubigerbanken ist der Handlungsdruck häufig geringer als für die Gesellschafter, da davon auszugehen ist, dass ein ausgereichtes Darlehen mit ausreichenden Sicherheiten unterlegt ist.⁵⁸⁰ Gleichwohl birgt eine unkontrollierte Krise einer Fondsgesellschaft das Risiko, dass

⁵⁷⁷ Bei rein mit Eigenkapital finanzierten Fonds trifft diese Aussage nicht zu. Hier kann der Liquidationserlös direkt an die Eigenkapitalgeber ausgekehrt werden.

⁵⁷⁸ Teilweise wurden individuelle Nebenabreden und (quotale) Haftungsübernahmen zwischen den Gesellschaftern und den finanzierenden Banken vereinbart. Zur quotalen Haftungsvereinbarung vgl. Kapitel 3.2.1.

⁵⁷⁹ Im Fall der Personengesellschaft können Gläubiger nicht nur auf das Vermögen der Fondsgesellschaft zurückgreifen, sondern auch auf das Privatvermögen der jeweiligen Vollhafter. Siehe dazu Kapitel 3.2.

⁵⁸⁰ Zur marktüblichen Absicherung von Finanzierungen geschlossener Immobilienfonds vgl. auch Lüdicke (2016), S. 197 f.

der bei einer Liquidation erzielte Verkaufserlös nicht dazu ausreicht, die Forderung der finanzierenden Bank zu bedienen.

Verschärft wird das Problem der Werthaltigkeit von Sicherheiten, wenn sich eine ganze Branche im Abschwung befindet. Geraten größere Immobilienbestände zeitgleich in Schieflage, kann dies zu einer Bedrohung für die finanzierenden Banken werden.⁵⁸¹ Diese befinden sich in einem solchen Fall in einem Zwiespalt: Einerseits sollen durch Rangrücktritte, Stundungen oder Teilerlasse Verluste nicht vergrößert werden, andererseits sollen durch übereilte Notverkäufe keine Werte vernichtet werden.⁵⁸² Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass Banken immer an stichhaltigen Sanierungskonzepten interessiert sind; besonderes Augenmerk legen Banken dabei auf Sanierungskonzepte, die einen regulären Verkauf der Fondsimobilie und eine Rückführung des ursprünglichen Kredites vorsehen.⁵⁸³

5.5.2. Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Gesellschafter

Abhängig von den Verlust- und Haftungsrisiken der Gesellschafter kann die Sanierung einer Fondsgesellschaft eine wirtschaftlich sinnvolle Alternative zur Liquidation darstellen. Durch ein nachhaltiges Sanierungskonzept ggf. unter Zufuhr von frischem Kapital einhergehend mit Sanierungsbeiträgen der finanzierenden Banken kann der Fortführungswert der Fondsgesellschaft gesteigert werden und zukünftig den Wert, der sich mit einer Zerschlagung erreichen lassen würde, übersteigen. Mit einer nachhaltigen Sanierung erhält sich der Anleger damit die Chance, nicht nur seinen (Total-)Verlust zu minimieren, sondern durch künftige Ausschüttungen und den Verkauf des Objektes zum Ende der Laufzeit zu Marktpreisen vielleicht sogar doch noch eine Rendite zu erwirtschaften.⁵⁸⁴

⁵⁸¹ Dies ist dann der Fall, wenn sich die Immobilienbranche als Ganzes in der Krise befindet (vgl. Finanz- und Weltwirtschaftskrise ab 2007) oder sich die Branche der geschlossenen Fonds in der Schieflage befindet. So ging z. B. die Studie der Deutschen Fonds Research 2012 davon aus, dass in den Jahren 2012 bis 2014 rd. 1,6 Mrd. EUR (rd. 68 % geschlossene Immobilienfonds) zur Refinanzierung gebracht werden müssten und dass rd. 1/3 der Anschlussfinanzierungen gefährdet seien. Vgl. hierzu auch Jochims (2013).

⁵⁸² Vgl. Pauw (2016), S. 58.

⁵⁸³ Vgl. Pauw (2016), S. 58. Zu den Sanierungsbausteinen vgl. auch Kapitel 6.5 und 6.6. So auch Experte Nr. 05 (02.10.2019).

⁵⁸⁴ Vgl. Pauw (2016), S. 54 f.; vgl. auch Kapitel 5.4. Im Rahmen der Experteninterviews ließ sich bestätigen, dass die Gesellschafter meist nicht davon ausgehen, dass das seinerzeit eingesetzte Kapitel nebst versprochenen Zinsen wieder werthaltig werden könnte. Es geht ihnen vielmehr um die Minimierung ihrer kaufmännischen und juristischen Risiken. Vgl. hierzu auch die Auswertungen zu Frage 22 in Kapitel 8.3.3.

Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft befinden sich gegenüber den Gesellschaftern einer GbR oder OHG in der Hinsicht im Vorteil, als die Höhe ihrer Haftungssumme begrenzt ist. Gleichwohl müssen sich auch Kommanditisten mit dem Risiko der Einlagenrückgewähr (insbesondere im Sanierungs- oder Insolvenzfall) auseinandersetzen, denn sollte die Hafteinlage aufgrund nicht einbezahlter oder zu einem späteren Zeitpunkt zurückerhaltener Einlagen gemindert sein, so lebt die Haftung des Kommanditisten wieder auf.⁵⁸⁵

5.5.3. Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Initiatoren

Fondsinitiatoren bzw. Emissionshäuser befinden sich in einer sehr speziellen Situation. Sobald Vertrieb und Platzierung der Fondsanteile abgeschlossen sind, verbindet den Initiator zumeist nur noch die Geschäftsführung bzw. die geschäftsführende GmbH der Fondsgesellschaft mit der von ihm aufgelegten und vertriebenen Objektgesellschaft. Der Initiator hält üblicherweise keine Beteiligung an der Fondsgesellschaft. Aufgrund seiner sehr geringen bzw. oft auch gar nicht vorhandenen Einlage hat das Emissionshaus keine bzw. nur marginale wirtschaftliche oder Haftungsrisiken einer Beteiligung zu tragen. Gleichwohl kann der Initiator ein Interesse am Fortbestand der Gesellschaft haben. Neben der Vergütung der Geschäftsführung verdient der Initiator in der Regel über verbundene Unternehmen, die Aufträge wie die Anlegerverwaltung, das Asset-Management und die Hausverwaltung ausführen und damit entsprechende Verwaltervergütungen vereinnahmt werden.

Für ein Emissionshaus bzw. den Vertrieb geschlossener Fonds ist ein erfolgreicher Track-Record sehr wichtig. Regelmäßige Ausfälle von Beteiligungsstrukturen und die entsprechende negative Reputation erschweren die Vermarktung neuer Beteiligungsmodelle und belasten das Vertrauen von (zukünftigen) Anlegern.⁵⁸⁶

5.6. Die an der Sanierung Beteiligten und ihre jeweiligen Interessen

Anders als bei anderen Wirtschaftsunternehmen stehen geschlossenen Immobilienfonds nur eingeschränkte Möglichkeiten zur unternehmensinternen Krisenbewältigung zur Verfügung. Die strategische Ausrichtung des geschlossenen Immobilienfonds wird bereits im Rahmen der

⁵⁸⁵ Zur Einlagenrückgewähr nach § 172 Abs. 4 HGB vgl. ausführlich Kapitel 6.5.3.

⁵⁸⁶ Vgl. Pauw (2016), S. 59.

Konzeptionierung, oftmals also bereits viele Jahre vor dem Eintritt der Krise, festgelegt. Strategische Krisenfaktoren wie der Ausfall eines Ankermieters, der (volks-)wirtschaftliche Abschwung regionaler Märkte, ausbleibende Mietzinsentwicklungen bei Anschlussvermietungen etc. lassen sich durch die Fondsgesellschaft nicht beeinflussen. Eine strategische Neuausrichtung der Fondsgesellschaft ist zudem auch schon aufgrund der Immobilität des Anlagegutes nur in geringem Maß möglich. Die mangelnde Beeinflussbarkeit der ursächlichen externen Krisenfaktoren macht die Unterstützung Dritter (z. B. der Gesellschafter und Gläubiger aber auch der Hausverwaltung, Mieter etc.) notwendig, die unter Berücksichtigung der jeweiligen, meist recht unterschiedlichen Interessen in die Erarbeitung des Sanierungskonzeptes einbezogen werden.

Die erfolgreiche Sanierung einer Fondsgesellschaft sollte dazu führen, dass Gesellschafter eventuell gewährte Steuervorteile behalten können, sie Förderungen nicht zurückzahlen müssen, das eingebrachte Eigen- und Fremdkapital (weitestgehend) erhalten bleibt, sich eine finanzielle und juristische Inanspruchnahme der Beteiligten möglichst in Grenzen hält und zukünftig idealerweise wieder Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaftet werden können.⁵⁸⁷

Ob und welche Sanierungsmöglichkeiten im Einzelfall umsetzbar sind, hängt von den wirtschaftlichen Vorgaben, der Kooperationsbereitschaft und den jeweiligen Interessen der Beteiligten ab.⁵⁸⁸ Nur eine gemeinsame Lösung kann zum Erfolg führen – wenn sich alle Beteiligten dessen bewusst sind, hilft dies im Umgang mit betroffenen Stakeholdern insbesondere bei außergerichtlichen Restrukturierungsfällen.⁵⁸⁹

⁵⁸⁷ Vgl. Walch (2006), S. 49.

⁵⁸⁸ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 103.

⁵⁸⁹ In der Praxis pflegt eine Sanierung aus einem Paket aufeinander abgestimmter Maßnahmen zu bestehen. Gläubiger und Schuldner, aber auch die Immobilie selbst, müssen ihren Anteil zu einer erfolgreichen Sanierung beitragen. Vgl. hierzu auch Abbildung 1. Als Stakeholder werden eine Person oder eine Gruppe von Personen bezeichnet, die ein berechtigtes Interesse an dem Verlauf eines Ereignisses haben. Im Fall eines geschlossenen Immobilienfonds sind dies in erster Linie die Gesellschafter, die Mieter, die finanzierende Bank und die Auftragnehmer (z. B. Hausverwaltung, Reinigungsdienste, Wartungsfirmen, aber auch Handwerker etc.).

5.6.1. Banken und weitere Gläubiger

Mit Ausnahme der zu 100 % durch Eigenkapital finanzierten Fondsgesellschaften hängt eine Sanierung neben der Mitwirkung der Eigenkapitalgeber im Wesentlichen von der Mitwirkung der finanzierenden Banken ab. Die begebenen Kredite sind üblicherweise durch Grundschulden an der Fondsimmoblie besichert. Die Verwertung der Immobilie als Sicherheit ist in der Regel kurz- bis mittelfristig umsetzbar. Sofern die Ansprüche der Gläubiger den Wert der Immobilie übersteigen, werden Verluste realisiert, die bei einer kurzfristigen Verwertung (z. B. im Rahmen einer Zwangsversteigerung) weiter ansteigen können.⁵⁹⁰

Abhängig von der Rechtsform der Gesellschaft ist eine (zusätzliche) haftungsrechtliche Inanspruchnahme der Gesellschafter bzw. eines einzelnen Gesellschafters nach § 128 HGB durch die Gläubiger möglich. Die juristische Durchsetzung der Ansprüche gegenüber den Gesellschaftern kann zeitaufwendig und mit Risiken verbunden sein. Es besteht auch hier ein Ausfallrisiko; Gesellschafter können illiquide sein und somit die Ansprüche der Gläubiger nicht mehr bedienen. Gehen die Gläubiger mit aller Härte gegen diese Gesellschafter vor, besteht das Risiko eines Reputationsschadens für das finanzierende Institut; schließlich wurde durch Experten der finanzierenden Bank seinerzeit das Vorhaben intensiv geprüft und von der Bank als finanzierungswürdig bewertet und so das Vertrauen der Fondsanleger in das Fondsobjekt gestärkt. Nicht zuletzt hat die Bank durch die begebene Finanzierung und über die bisherige Laufzeit Geld verdient.⁵⁹¹ Und schließlich ist festzuhalten, dass Banken aktiv bei der Platzierung geschlossener Immobilienfonds mitgewirkt haben.⁵⁹²

Sofern die Bank dem sprichwörtlichen Schrecken kein Ende setzt, kann die Begleitung einer Sanierung an Attraktivität gewinnen. Durch Sanierungsbeiträge der Banken können tragfähige Sanierungskonzepte erstellt und umgesetzt werden, sodass bei einer erfolgreichen

⁵⁹⁰ Vgl. Walch (2006), S. 50.

⁵⁹¹ Vgl. Walch (2006), S. 50.

⁵⁹² Banken gehörten lange Zeit trotz des schlechten Images geschlossener Fonds zu den stärksten Vertriebskanälen der Branche. Zum Anteil an den Vertriebswegen siehe VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2013), Folie 30 und Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014), S. 55.

Umsetzung zukünftig mit höheren Rückführungsquoten gerechnet und Gerichts- und Anwaltskosten sowie Reputationsschäden vermieden werden können.⁵⁹³

Mit einer erhöhten Sanierungsbereitschaft der Banken ist vor allem in einem sich im Abschwung befindenden Marktumfeld zu rechnen, also dann, wenn die Gefahr groß ist, dass mehrere Fonds oder gar der Immobilienmarkt als Ganzes gleichzeitig ins Straucheln geraten. Sinkende Vermietungseinnahmen einhergehend mit geringeren Verkaufspreiskontoren werden den Verkaufserlös im Liquidationsfall geringer ausfallen lassen; der Verkauf der Immobilie wird sich schwieriger gestalten als in einem prosperierenden Marktumfeld. Doch durch eine nachhaltige Sanierung können schwierige Marktphasen überstanden und zu einem späteren Zeitpunkt höherer Verkaufserlös und damit eine Reduktion der Ausfallquote erreicht werden.⁵⁹⁴

Mögliche Sanierungsbeiträge der Gläubiger könnten neben der Neuvergabe von Krediten auch ein bewusstes Stillhalten und die Anpassung von Zins- und Tilgungskontitionen sein. Die Aussetzung von Zins- und Tilgungsleistungen bzw. die Stundung von Verbindlichkeiten wird in der Regel zunächst nur für den Zeitraum der Erstellung des Sanierungskonzeptes bzw. die Umsetzung der ersten Sanierungsschritte gewährt.⁵⁹⁵ Im Rahmen eines fundierten Sanierungskonzeptes sind Banken häufig bereit, die Laufzeit der Darlehen (vorzeitig) zu prolongieren, Sanierungszins- und Tilgungssätze zu vereinbaren oder Schulden teilweise (gegen Besserschein) zu erlassen.⁵⁹⁶

Gelingt es, die finanzierende Bank als vermeintlich größten Gläubiger vom Sanierungskonzept zu überzeugen und zur Zusage von Sanierungsbeiträgen zu bewegen, kann in der Regel davon ausgegangen werden, dass die zur Sanierung entschlossenen Gesellschafter sowie weitere an

⁵⁹³ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 108.

⁵⁹⁴ Vgl. Walch (2006), S. 50 f. Im Rahmen der Experteninterviews wurde diese Aussage bestätigt. Abhängig von der Strategie der Bank ist eine Verwertung der risikobehafteten Darlehen nicht zwangsläufig zu unterstellen. Sofern absehbar ist, dass es sich ggf. „nur“ um eine (mehrjährige) wirtschaftliche Krise handelt, ist eine Bereitschaft der Bank zur Sanierungsbegleitung durchaus vorstellbar.

⁵⁹⁵ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 108.

⁵⁹⁶ Zu den weitreichenden Sanierungsbeiträgen der Gläubiger siehe auch Kapitel 6.6. Soweit das Sanierungskonzept durch die Bank als nachhaltig eingestuft wird, weil sie davon ausgeht, dass mit einer Sanierung im Vergleich zur Liquidation ein Mehrwert generiert werden kann, ist sie zur Begleitung bereit. Zu den Sanierungsbausteinen der Banken vgl. Kapitel 6.6. Siehe auch Auswertungen zu Frage 9 in Kapitel 8.3.2.

der Gesellschaft Beteiligte⁵⁹⁷ ebenfalls mit einem Sanierungsbeitrag zur Verfügung stehen, da in Summe die Durchführung der Sanierung als wesentlich wahrscheinlicher erachtet werden kann.⁵⁹⁸

5.6.2. Gesellschafter

Neben der finanzierenden Bank spielt der Anleger als Gesellschafter eines geschlossenen Immobilienfonds eine wesentliche Rolle bei der Sanierung. Wie in Kapitel 5.6.1 beschrieben, ist davon auszugehen, dass die Bank Sanierungsbeiträgen zustimmen wird, solange sie davon ausgehen muss, dass sie bei einer zeitkritischen Verwertung der Immobilie oder durch die persönliche Inanspruchnahme der Gesellschafter auf Teile des ausgereichten Darlehens würde verzichten müssen, während unter Zuhilfenahme der sanierungsbereiten Gesellschafter ein positives Fortführungskonzept erarbeitet und umgesetzt werden kann.

Für den Gesellschafter ist dies entscheidend, denn in dem Fall, dass die finanzierende Bank auf die Rückführung der begebenen Darlehen besteht, sich also nicht an der Sanierung beteiligen möchte, bleibt ihm lediglich die Möglichkeit, sich um eine Umfinanzierung bei einem neuen Kreditinstitut zu bemühen. Aufgrund von fehlenden Sicherheiten (aufgezehrt Eigenkapitalstock, zu geringer Beleihungswert, schlechtes Image des Kreditnehmers etc.) ist anzunehmen, dass ein neuer Finanzierungspartner unter sonst gleichbleibenden Rahmenbedingungen weniger Fremdkapital zur Verfügung stellen wird, Zinskonditionen mit Risikoaufschlägen oder weitere Sicherheiten zur Absicherung des Kreditarrangements verlangen wird.

Sind die Gesellschafter nicht bereit, solche weiteren Sicherheiten aufzubringen oder geänderte Finanzierungsbedingungen zu akzeptieren, und scheitert damit die Umfinanzierung,

⁵⁹⁷ Auch Dienstleister wie die Geschäftsführung, die Berater, das Assetmanagement, die Hausverwaltung oder die zur Bewirtschaftung der Immobilie notwendigen Nachunternehmer (Hausmeisterservice, Facility-Management, Bauunternehmer etc.) können analog den finanzierenden Banken verfahren und einen Beitrag zur Sanierung der Fondsgesellschaft leisten. Auf einen separaten Unterpunkt wird an dieser Stelle verzichtet.

⁵⁹⁸ Vgl. Walch (2006), S. 50. Bei einer Sanierungsbedürftigkeit werden auch die übrigen an der Gesellschaft Beteiligten sich überlegen, ob bestehende Vertragsverhältnisse weiter erfüllt bzw. weitergeführt werden. Liegt z. B. ein massiver Instandhaltungsstau vor, weil Nachunternehmer ihre Arbeit eingestellt haben bzw. Aufträge mangels Liquidität nicht erteilt wurden, wird auch das Objekt in Mitleidenschaft gezogen, was wiederum Auswirkungen auf eine mögliche Vertragsverlängerung bzw. auf die Erfüllung des Mietverhältnisses eines Mieters haben kann. Im Rahmen der Expertenbefragungen (siehe Auswertung zu Frage 12 in Kapitel 8.3.2.) hat sich herausgestellt, dass die Gesellschafter die Pioniere im Vorantreiben einer Sanierung sind. Sofern ein nachhaltiges Sanierungskonzept erstellt wurde, gilt es, den größten Gläubiger, die Bank, von der Sanierung zu überzeugen, sodass die Sanierung in Summe erfolgsversprechend erscheint.

verbleiben am Ende lediglich die Verwertung der Immobilie und die Befriedigung der Bank aus dem Liquidationserlös. Der Gesellschafter und die übrigen Gläubiger müssen dann davon ausgehen, dass noch offene Forderungen überwiegend nicht bedient werden können und das von den Gesellschaftern eingesetzte Eigenkapital verloren ist.

Verfolgt die finanzierende Bank den alleinigen Zweck der eigenen Befriedigung und ist die Sanierung der Fondsgesellschaft nicht zu erwarten, müssen die möglicherweise haftenden und sanierungsunwilligen Gesellschafter damit rechnen, mit der Durchsetzung von Haftungsansprüchen in langwierigen Klageverfahren konfrontiert zu werden. Die Fondsgesellschafter müssen in diesem Fall zusätzlich zu den bereits geleisteten Gesellschaftsbeteiligungen weitere Geldmittel nachschießen, ohne dabei eine Gegenleistung oder zumindest eine Chance auf Reduktion möglicher Verluste zu haben.⁵⁹⁹ Sofern von der Gesellschafterversammlung gewünscht, sind in diesem Fall alternative Sanierungsbausteine zu erarbeiten und mit der Bank abzustimmen, um die Ablösung der Darlehensverbindlichkeiten zu erreichen.

Scheint die Sanierung aussichtslos und wird die Liquidation der Gesellschaft durch die Bank vorangetrieben, ist es Aufgabe der Geschäftsführung, mithilfe des Sanierungskonzeptes den Gesellschaftern zu verdeutlichen, dass eine gerechtfertigte und unausweichliche Inanspruchnahme bevorsteht. Sofern gerichtlich durchsetzbare Ansprüche bestehen, ist der Anleger gut beraten, Nachschussverpflichtungen freiwillig zu begleichen, um nicht auch noch Gerichts- und Anwaltskosten tragen zu müssen. Eine solche Krisenkommunikation mit dem Anleger ist ein wichtiger Bestandteil des Sanierungskonzeptes, auf die in Kapitel 6 noch genauer eingegangen wird.

In dem Fall, dass die finanzierende Bank einer Sanierung der Fondsgesellschaft zustimmt, wird sie dies im Regelfall nur unter Einbeziehung von Gesellschafterbeiträgen tun.⁶⁰⁰ Mit einer erfolgreichen Sanierung der Fondsgesellschaft verfolgen die Gesellschafter, in der Hoffnung auf Erfolg, den Erhalt ihrer Kapitalanlage und der möglicherweise gewährten Steuervorteile sowie die Abwendung der Rückgewähr von in Anspruch genommenen Investitionszulagen.⁶⁰¹

⁵⁹⁹ Vgl. Walch (2006), S. 50.

⁶⁰⁰ Zu den Sanierungsbeiträgen der Gesellschafter siehe Kapitel 6.5.

⁶⁰¹ Vgl. Walch (2006), S. 54 f.

Insbesondere Gesellschafter, welche sich aufgrund der Rechtsform der Fondsgesellschaft einer unbeschränkten Haftung ausgesetzt sehen (GbR und OHG), verfolgen mit einer Sanierung der Fondsgesellschaft zudem die Reduktion des persönlichen Haftungsrisikos.⁶⁰² Aber auch Gesellschafter mit einer Haftungsbeschränkung (Kommanditisten) müssen sich in bestimmten Fällen mit der Rückforderung von bereits erhaltenen Ausschüttungen auseinandersetzen.⁶⁰³ Sanierungsunwillige Gesellschafter müssen bei erfolgreicher Umsetzung eines Sanierungskonzeptes der sanierungswilligen Gesellschafter davon ausgehen, durch die Gläubiger der Gesellschaft in Anspruch genommen zu werden. Sofern infolgedessen einzelne Gesellschafter durch die Gläubiger überproportional in Anspruch genommen werden, ist zu erwarten, dass diese einen Ausgleich im Innenverhältnis anstreben werden. Abhängig von der Aussicht auf Erfolg müssen sanierungsunwillige Gesellschafter, die durch Gläubiger oder Mitgesellschafter ungeachtet ihrer Unwilligkeit in Anspruch genommen werden, mit Gerichts- und Anwaltsgebühren zzgl. Verzugszinsen rechnen, was gegenüber einer freiwilligen Sanierung in aller Regel wesentlich kostspieliger ist. Gleichzeitig muss ein sanierungsunwilliger Gesellschafter – spätestens seit dem Urteil II ZR 240/08 des BGH vom 19.10.2009 – damit rechnen, unter Ausgleich seines (negativen) Auseinandersetzungsguthabens aus der Gesellschaft auszuscheiden.⁶⁰⁴ Eine solche Haltung ist also eher kontraproduktiv und dem Anleger nur in seltensten Ausnahmefällen zu empfehlen.

Neben Banken und Drittgläubigern kann auch der einzelne Gesellschafter selbst zum Kreis der Gläubiger (etwa im Zuge einer Ausreichung von Gesellschafterdarlehen) gehören. Insofern kann auch der Gesellschafter im Rahmen einer Restrukturierung der Fremdkapitalseite und insbesondere beim Beseitigen des Überschuldungsstatus nach § 19 InsO mitwirken.

5.6.3. Initiator, Geschäftsführung, geschäftsführender Gesellschafter und Beirat

Im Rahmen seiner Tätigkeit initiiert der Emittent das Projekt, stellt die Fondsstrukturen zur Verfügung und kümmert sich um die erfolgreiche Beibringung des notwendigen Eigen- und

⁶⁰² Nachschusspflicht der Gesellschafter nach § 735 BGB i. V. m. Haftung des individuellen Gesellschafters als persönlich haftender Gesamtschuldner nach § 128 HGB und Ausgleichsanspruch des durch die Gläubiger überproportional in Anspruch genommenen Gesellschafters nach § 426 Abs. 1 Satz 1 BGB.

⁶⁰³ Zur Einlagenrückgewähr nach § 172 Abs. 4 HGB vgl. ausführlich Kapitel 6.5.3.

⁶⁰⁴ Vgl. hierzu auch Kapitel 6.5.5.

Fremdkapitals. Teilweise werden über verbundene Unternehmen die zur Bewirtschaftung der Fondsstrukturen notwendigen Organe (Komplementär, Geschäftsführung der Komplementär-GmbH, Treuhänder, Anlegerbetreuung, Geschäftsbesorgung, Hausverwaltung, Asset-Management, Facility-Management etc.) ebenfalls durch den Initiator zur Verfügung gestellt. An einer Sanierungsbeteiligung ist der Initiator aber in der Regel nicht beteiligt.⁶⁰⁵

Anders verhält sich dies, wenn sich im Rahmen der Prüfung auf Sanierungsbedürftigkeit herausstellt, dass der geschäftsführende Gesellschafter und die finanzierende Bank durch den Initiator getäuscht wurden und z. B. die Immobilie zu einem überhöhten Einkaufspreis in die Fondsstruktur eingebracht wurde. Gleiches gilt, wenn der Verdacht aufkommt, dass die Anleger vom Initiator getäuscht wurden. Um einer möglichen Klagewelle oder Forderungen nach Rückabwicklung zu entgehen, zeigt sich der Initiator mitunter kooperativ und lässt sich überzeugen, einen Sanierungsbeitrag zu leisten; dies ggf. auch vor dem Hintergrund, dass ein möglicher negativer Reputationsschaden am Markt zukünftige Anleger davon abhält, in von ihm neu aufgelegte Produkte zu investieren.⁶⁰⁶

Der Geschäftsführung und dem geschäftsführenden Kommanditisten kommt aufgrund ihrer Funktion innerhalb der Strukturen des geschlossenen Immobilienfonds besondere Bedeutung zu. Sie leiten die Unternehmung, treffen strategische Entscheidungen und haben die Weisungen der Gesellschafter umzusetzen.

Die Geschäftsleitung hat in aller Regel ein großes Interesse daran, sich in Krisensituationen von der persönlichen Haftung, die mit ihrer Funktion einhergeht, freizuhalten; sie ist angesichts einer (drohenden) Insolvenz verpflichtet zu handeln und besonderen Risiken

⁶⁰⁵ Hier wird unterstellt, dass der Initiator selbst nicht als Gesellschafter am zu sanierenden Objekt beteiligt ist. Sofern der Initiator gleichzeitig als Gesellschafter des geschlossenen Fonds auftritt, eine erfolgreiche Sanierung des Objektes wahrscheinlich ist und der Initiator (noch) über entsprechende liquide Mittel verfügt, ist davon auszugehen, dass der Initiator in seiner Funktion als Gesellschafter die Sanierung positiv begleiten wird. Eine darüberhinausgehende finanzielle Beteiligung ist i. d. R. nicht zu beobachten. Eine positive Begleitung der Sanierung etwa durch Sanierungsdarlehen oder den Erlass von Vergütungen (z. B. wenn die Geschäftsführung des Komplementärs oder der Treuhänder durch den Initiator gestellt werden) war nur dann zu beobachten, wenn ein Reputationsschaden für den noch am Markt agierenden Initiator zu erwarten war. Vgl. dazu auch die Auswertungen zu Frage 23 in Kapitel 8.3.3.

⁶⁰⁶ Vgl. dazu auch die Auswertungen zu Frage 23 in Kapitel 8.3.3.

ausgesetzt.⁶⁰⁷ Neben den Weisungen der Gesellschafter ist die Geschäftsführung an die im Gesellschaftsvertrag bzw. im Anstellungsvertrag getroffenen Vereinbarungen gebunden und hat zudem diverse rechtliche Gegebenheiten bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen. Überschreitet die Geschäftsleitung ihre Kompetenzen eigenmächtig und handelt sie ohne die Zustimmung der entsprechenden Gremien, so stehen vor allem Geschäftsführer als Schlüsselpersonen im Fadenkreuz strafrechtlicher, zivilrechtlicher und steuerrechtlicher Ermittlung.⁶⁰⁸

Insbesondere bei Kapitalgesellschaften, aber auch bei Personengesellschaften, deren Vollhaber keine natürliche Person ist, trägt die Geschäftsführung ein besonderes Risiko im Hinblick auf die Haftung infolge Insolvenzverschleppung. Mit Eintreten der Zahlungsunfähigkeit oder der Überschuldung hat die Geschäftsführung spätestens nach drei Wochen den Insolvenzantrag zu stellen, will sie sich nicht schuldhaftes Zögern vorwerfen lassen müssen.⁶⁰⁹ Sofern die Geschäftsführung binnen dieser Frist keinen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens gestellt hat und den Gläubigern der Gesellschaft (und damit auch den Gesellschaftern) ein Schaden entstanden ist, ist die Geschäftsführung zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens verpflichtet.⁶¹⁰

Die Geschäftsführung befindet sich folglich in einem ständigen Interessenkonflikt. Gewählt (und ggf. sogar instrumentalisiert) und damit den Gesellschaftern des Unternehmens verpflichtet, muss sie möglicherweise Entscheidungen treffen, die den Gesellschaftern der Unternehmung unter Umständen nicht recht, aber dennoch für den Erfolg des Immobilienfonds notwendig sind. Neben den Risiken der (persönlichen) Haftung der Geschäftsführung kann hinzukommen, dass diese ebenfalls am Fonds beteiligt ist (z. B. als geschäftsführender Gesellschafter) und damit ihr eigener Name in Mitleidenschaft gezogen, ihre Reputation entsprechend geschädigt wird.

⁶⁰⁷ Zu den Pflichten und Aufgaben der Geschäftsführung vgl. Axhausen (2014), S. 291 ff., vgl. auch Kapitel 5.3. Zu den Risiken aus der Geschäftsführung vgl. Axhausen (2014), S. 298 ff.

⁶⁰⁸ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 144.

⁶⁰⁹ Zu den Insolvenzantragsgründen und der Insolvenzantragspflicht vgl. § 15 ff InsO. sowie Kapitel 5.3.

⁶¹⁰ Zur Haftung für Zahlungen nach Eintreten der Zahlungsunfähigkeit bzw. der Überschuldung vgl. auch § 64 GmbHG.

Ein Beirat, der die Interessen der Anteilseigner vertritt,⁶¹¹ kann in solchen Fällen vermitteln. Gesellschaftsrechtlich ist ein Beirat bei geschlossenen Immobilienfonds aber nicht vorgesehen.⁶¹² Die Installation eines Beirates kann aber im Gesellschaftsvertrag vereinbart werden. Sofern von der Gesellschafterversammlung gewünscht, sind der Gesellschaftsvertrag entsprechend zu ändern, ein Beirat zu bestellen und dessen Rechte und Pflichten zu definieren. In der Regel beschränken sich die Rechte und Pflichten des Beirates auf Beratung und das Aussprechen von Empfehlungen, eine Kontrollfunktion hat er nur in geringem Maß. Er lässt sich regelmäßig über die Geschehnisse innerhalb der Fondsgesellschaft von der Geschäftsführung unterrichten und hinterfragt deren Entscheidungen kritisch. Im Rahmen der Sanierung kann und soll der Beirat als Sparringspartner und Vermittler zwischen den Gesellschaftern und der Fondsgeschäftsführung dienen. Gelingt es ihm, Entscheidungen abzustimmen und ihre Umsetzung zu unterstützen, ist eine erfolgreiche Sanierung der Gesellschaft wahrscheinlicher, als wenn die Interessen der Fondsgeschäftsführung und die des Beirates unvermittelt gegeneinanderstehen. Bei geschlossenen Immobilienfonds setzt sich der Beirat nahezu ausschließlich aus den Reihen der Gesellschafter zusammen. Der Beirat selbst ist damit ebenfalls in die Fondsgesellschaft investiert und hat unweigerlich eigene persönliche Interessen. Inwieweit vor diesem Hintergrund neutrale und erfolversprechende Entscheidungen getroffen werden können, ist kritisch zu hinterfragen.

5.6.4. Mieter

Auch die Mieter können Sanierungsbeteiligte im weitesten Sinn sein und zu einer erfolgreichen Sanierung der Fondsgesellschaft beitragen. Eine Sanierungsbedürftigkeit oder sogar Insolvenz der Fondsgesellschaft (des Vermieters) stellt für Mieter meist eine unbekannt Situation dar. Grundsätzlich ist festzuhalten, dass ein Mietvertrag nach § 108 Abs. 11 InsO auch in solchen Fällen weiterhin Bestand hat. Solange keine Mietrückstände bestehen oder sonstige Kündigungsgründe vorliegen, werden die sanierungsbedürftige Gesellschaft oder gar der

⁶¹¹ Die Funktion des Beirates bei geschlossenen Immobilienfonds ist in der Rechtsform der Personengesellschaft gesetzlich nicht geregelt (anders z. B. im Fall des gesetzlich vorgeschriebenen Aufsichtsrates einer Aktiengesellschaft). Die Gründung eines Beirates rührt zumeist aus der Gesellschafterversammlung und/oder dem Gesellschaftsvertrag. Siehe hierzu auch Kapitel 3.3.8.

⁶¹² Zum Beirat eines geschlossenen Immobilienfonds siehe auch Kapitel 3.3.8. Gem. § 153 Abs. 3 KAGB ist bei geschlossenen Fonds nach Umsetzung der AIFM-Richtlinie ein Beirat als Kontrollorgan vorgesehen.

Insolvenzverwalter kein Interesse an einer Kündigung des Mietvertrages haben, da gerade mit dem Erhalt der Mietverträge der Cashflow und somit die Werthaltigkeit der Immobilie gesichert wird.⁶¹³ Droht eine Sanierung zu scheitern und kommt es im Rahmen der Insolvenz zum Verkauf der Immobilie, erlangt der Erwerber nach § 111 InsO eine Sonderkündigungsmöglichkeit unter Einhaltung der gesetzlichen Kündigungsfrist.

Nach § 551 Abs. 3 Satz 3 BGB ist der Vermieter gesetzlich dazu verpflichtet, eine vom Mieter erbrachte Kautions getrennt vom Fondsvermögen zu verwahren. Solange der Vermieter dieser gesetzlichen Forderung nachgekommen ist, kann auch der Mieter im Rahmen einer Insolvenz seine hinterlegte Kautions nach § 47 InsO zurückverlangen und davon ausgehen, dass er sie auch erhält.

Anders verhält sich dies bei Guthaben aus Nebenkostenvorauszahlungen. Hier trägt auch der Mieter einen Teil des Risikos, da Guthaben aus Nebenkostenvorauszahlungen im Rahmen einer Insolvenz nicht geschützt sind. Eine gescheiterte Sanierung mit folgender Insolvenz hätte zur Folge, dass Rückzahlungen aus Nebenkostenabrechnungen vom Mieter nur als Forderung zur Insolvenztabelle angemeldet werden können. Die Höhe der Zuteilungsquote ist ungewiss und birgt das Risiko des (totalen) Forderungsausfalles.

Im Fall einer Sanierungsbedürftigkeit ist davon auszugehen, dass aufgrund mangelnder Liquidität notwendige Investitionen in die Immobilie ausgeblieben sind, sich ein Investitionsstau aufgebaut hat und das Erscheinungsbild der Immobilie zunehmend verwahrlost. Gleiches gilt, wenn aufgrund mangelnder Liquidität Flächen nicht in der Art gestaltet wurden, dass sie für die Mieter attraktiv sind.

(Bestands-)Mieter, die unter dem Investitionsstau leiden, können ebenfalls ein gesteigertes Interesse an einem tragfähigen Sanierungskonzept haben. Nicht nur, weil sie ansonsten auf Forderungen (z. B. wegen Guthaben aus Nebenkosten) gegenüber dem Vermieter verzichten müssten, sondern auch, weil bei einem nachhaltigen Sanierungskonzept davon ausgegangen

⁶¹³ Die Fortführung der Vertragsverhältnisse ist im Einzelfall zu prüfen. Grundsätzlich kann auch durch die Auflösung eines Vertragsverhältnisses eine Optimierung der Bestandssituation herbeigeführt werden (höhere Anschlussmieten, geringere Kostenverträge etc.).

werden kann, dass Investitionen in die Immobilie (z. B. zum Abbau des Instandhaltungsstaus oder zur Repositionierung des Objektes im Vermietermarkt) vorgenommen werden.

Es kann deshalb durchaus gelingen, (bonitätsstarke) Mieter zu motivieren, das Sanierungskonzept mitzutragen und auslaufende Mietverhältnisse zu attraktiven Laufzeit- und Zinskonditionen zu verlängern. Gelingt es nicht, kann eine Abwanderung bestehender Mieter, sofern keine gleichwertigen oder besseren Alternativen vorliegen, Ausbaurkosten, Nachvermietung zu ungünstigeren Konditionen oder sogar Leerstandszeiten nach sich ziehen. Eine schwache Mieterstruktur bzw. hohe Leerstände generieren geringere Durchschnittsmieten und hohe Leerstandskosten, was die Rentabilität der Fondsgesellschaft zusätzlich negativ beeinflusst.⁶¹⁴

5.7. Alternativen zur Sanierung aus Sicht der Anleger

Ist die Sanierungswürdigkeit aus Sicht der Beteiligten nicht gegeben bzw. möchten die Gesellschafter sich von ihrem Investment trennen, stehen weitere Möglichkeiten außerhalb der Sanierung zur Verfügung:

5.7.1. Notverkauf der Immobilie und Liquidation der Gesellschaft

Grundsätzlich steht es den Gesellschaftern des Immobilienfonds frei, sich im Rahmen einer Gesellschafterversammlung zum Verkauf des Anlagevermögens zu entscheiden.⁶¹⁵ Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass der im Rahmen von Notverkäufen erzielte Zerschlagungswert niedriger ist als der Marktwert des Immobilienbestandes. Ob und inwieweit der erzielte Zerschlagungswert ausreicht, die begebene Fremdfinanzierung zu bedienen und das durch die Gesellschafter eingebrachte Eigenkapital zurückzuzahlen, ist im Einzelfall zu prüfen. Wurde der Darlehensvertrag von der finanzierenden Bank vorzeitig aufgrund von Zahlungsrückständen oder sich wesentlich verschlechternden Vermögensverhältnissen gekündigt, so können die Gesellschafter davon ausgehen, dass keine Vorfälligkeitsentschädigung an die finanzierende Bank geleistet werden muss.⁶¹⁶ Ist das Darlehen hingegen noch nicht von der Bank fällig gestellt worden, müssen die Gesellschafter neben weiteren weichen Kosten für die

⁶¹⁴ Zu den Objekt-, Miet- und Wertentwicklungsrisiken einer Immobilie vergleiche auf Kapitel 3.6.1.

⁶¹⁵ Zum strukturierten (Teil-)Verkauf von Anlage- und Umlaufvermögen vgl. auch Kapitel 6.7.3.

⁶¹⁶ BGH, Urteil vom 19.01.2016, XI ZR 103/15.

Liquidation des Gesellschaftsmantels auch noch mit Kosten für die vorzeitige Ablösung des Darlehens rechnen.

Aufgrund der vergleichsweise niedrigen Zerschlagungswerte einhergehend mit zusätzlichen Kosten für die Liquidation ist diese Variante meist mit Verlusten für die Gesellschafter verbunden. Die Liquidation einer notleidenden Fondsgesellschaft bedeutet regelmäßig einen Teil- oder gar Totalverlust der seinerzeit eingebrachten Einlagen.⁶¹⁷

5.7.2. Veräußerung von einzelnen Gesellschaftsanteilen

Die Gründe für die Veräußerung einzelner Gesellschaftsanteile können vielfältig sein. Neben enttäuschten Renditeerwartungen können die Uneinigkeit einer Erbengemeinschaft oder Liquiditätsengpässe eines Gesellschafters ebenso Gründe für die Veräußerung von Gesellschaftsanteilen sein. Verkaufswillige Gesellschafter können – sofern sie keinen geeigneten Käufer (z. B. aus dem Kreis der Mitgesellschafter) finden – ihre Beteiligungen am Zweitmarkt anbieten.⁶¹⁸ Mit Zweitmärkten stehen den Anlegern Märkte zur Verfügung, an denen sie, eine entsprechende Nachfrage vorausgesetzt, kurzfristig Geld für ihren sich in wirtschaftlichen Missständen befindlichen Gesellschaftsanteil bekommen können, ohne dabei langwierige Entscheidungsprozesse (im Rahmen einer Sanierung) innerhalb der Gesellschaft abwarten zu müssen.⁶¹⁹ Insbesondere bei notleidenden Fonds ist allerdings davon auszugehen, dass die Erlöse deutlich niedriger sind, als der bei Zeichnung gezahlte Preis, kein fairer Marktwert erzielt werden kann und der Transaktionsprozess langwieriger ist, als es bei einem unbelasteten Gesellschaftsanteil der Fall wäre.⁶²⁰ Hinzu kommen die grundsätzlichen, in Kapitel 3.6.7 bereits ausführlich behandelten Nachteile, die der Handel mit geschlossenen Beteiligungen mit sich bringt.

Ob Gesellschaftsanteile gehandelt werden dürfen, muss dem jeweiligen Gesellschaftsvertrag entnommen werden. Der Grundgedanke eines geschlossenen Immobilienfonds widerspricht

⁶¹⁷ Vgl. Pauw (2016), S. 61.

⁶¹⁸ Gängige Zweitmarkt Börsen für geschlossene Immobilienfonds sind dabei Deutsche Zweitmarkt AG, efonds.zweitmarkt.de.

⁶¹⁹ Vgl. Pauw (2016), S. 61 f.

⁶²⁰ Vgl. Reichel (2015b) und Reichel (2015a).

dem eigentlich, weshalb in der Praxis meist nur eine eingeschränkte Möglichkeit des Gesellschafterwechsels gewährt wird.⁶²¹

Ein Gesellschafterwechsel kann dabei durch den Austritt des bisherigen Gesellschafters und den Eintritt eines neuen Gesellschafters oder durch Anwachsung der Gesellschaftsanteile der übrigen Gesellschafter (§§ 738 Abs. 1 Satz 1 BGB, 105 Abs. 3 und 161 Abs. 2 HGB) erfolgen. Alternativ kann ein Gesellschafterwechsel auf dem Weg der Sonderrechtsnachfolge durch eine Anteilsübertragung nach §§ 398, 413 BGB erfolgen.⁶²² Zum Schutz der Mitgesellschafter steht eine Anteilsübertragung unter Zustimmungsvorbehalt,⁶²³ der aber durch gesellschaftsvertragliche Regelungen entsprechend modifiziert sein kann. So kann im Gesellschaftsvertrag bereits eine antizipierte Zustimmung vorgesehen werden; alternativ denkbar sind Mehrheitsbeschlüsse und/oder die Zustimmung der Geschäftsführung oder des Komplementärs.⁶²⁴ Weiter kann im Gesellschaftsvertrag ein Gesellschafterwechsel zeitlich begrenzt (z. B. für die Dauer der Mindestlaufzeit) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt (z. B. aufgrund der Vereinfachung der Fondsverwaltung zum 31.12. eines Jahres) vorgesehen werden.⁶²⁵ Die Kombination von Ein- und Austritt kann zu einer Doppelhaftung führen, da der Altgesellschafter gemäß §§ 736 BGB, 130, 160 und 161 Abs. 2 HGB für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft bis zu seinem Ausscheiden nachhaftet und der neu eintretende Gesellschafter gemäß § 173 HGB auch für die Altverbindlichkeiten einstehen muss.⁶²⁶

Bei einer Übertragung auf dem Weg der Sonderrechtsnachfolge erwirbt der neue Anteilseigner den Gesellschaftsanteil des bisherigen Gesellschafters und tritt dadurch unmittelbar in dessen bisherige Rechtsstellung ein.⁶²⁷ Die Leistung des neuen Gesellschafters an den bisherigen Gesellschafter besteht dabei in einer reinen Kaufpreiszahlung und ist im Außenverhältnis

⁶²¹ Siehe dazu Kapitel 3.1.

⁶²² Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38.

⁶²³ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38.

⁶²⁴ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38, vgl. Bastian (2012), S. 280.

⁶²⁵ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38.

⁶²⁶ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38. Mit dem Grundsatzurteil (II ZR 331/00) aus dem Jahr 2001 wurde die (Teil-)Rechtsfähigkeit der (Außen-)GbR anerkannt, was einige Fragen aufgeworfen hat. Unter anderem stellt sich die Frage, ob § 130 HGB auch auf eine BGB-Gesellschaft anzuwenden ist, was der BGH mit Urteil vom 07.04.2003 (II ZR 56/02) bejaht.

⁶²⁷ Vgl. Schmidt (2002), § 45, III, 2.

zu den Gläubigern der Gesellschaft haftungsrechtlich nicht von Bedeutung.⁶²⁸ Hat der ausgeschiedene Gesellschafter seine Einlage zuvor nicht voll erbracht, haften dennoch beide Gesellschafter bis zur Höhe der Haftungssumme.⁶²⁹ Um eine Doppelhaftung zu vermeiden, ist es deshalb wichtig, dass der Vorgang als Anteilsübertragung und nicht als Aus- und Eintritt von Gesellschaftern zum Handelsregister angemeldet wird.⁶³⁰

Üblicherweise hegen Gesellschafter den Wunsch, sich von ihrer Beteiligung zu trennen, wenn die Werthaltigkeit der Beteiligung stark abgenommen hat. Zu diesem Zeitpunkt aber wird es aller Wahrscheinlichkeit nach für veräußerungswillige Gesellschafter sehr schwierig sein, einen geeigneten Käufer zu finden, der so waghalsig ist, in einen notleidenden Immobilienfonds einzusteigen.⁶³¹ Ist eine Veräußerung des Gesellschaftsanteiles nicht möglich, so bleibt als letzter Ausweg die Beendigung des Gesellschaftsverhältnisses. Eine Beendigung hat zur Folge, dass dem ausscheidenden Gesellschafter ein Auseinandersetzungsanspruch gem. § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB zusteht.⁶³² Dem Grundgedanken des § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB nach soll ein Gesellschafter beim Ausscheiden aus der Gesellschaft so gestellt werden, als würde die Gesellschaft zu diesem Zeitpunkt aufgelöst werden.⁶³³ Dadurch, dass der geschlossene Immobilienfonds in der Regel zu diesem Zeitpunkt bereits notleidend ist, wird der Auseinandersetzungsanspruch regelmäßig gegen Null tendieren, im Fall der Überschuldung ist davon auszugehen, dass das Auseinandersetzungsguthaben sogar negativ ist und der ausscheidende Gesellschafter nach § 739 BGB entsprechende Ausgleichszahlungen an die Gesellschaft zu leisten hat.⁶³⁴

5.7.3. Kündigung der Beteiligung

Nach § 723 BGB bzw. nach §§ 132–134 HGB kann ein Gesellschafter seine Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds grundsätzlich kündigen. Den dauerhaften Ausschluss

⁶²⁸ Vgl. Schmidt (2002), § 45, III, 2.

⁶²⁹ BGH, Urteil vom 29.06.1981, II ZR 142/80.

⁶³⁰ Vgl. Schmidt (2002), § 45, III, 2.

⁶³¹ Vgl. Bastian (2012), S. 282.

⁶³² Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 53.

⁶³³ Vgl. Bastian (2012), S. 282.

⁶³⁴ Zum Ausscheiden sanierungsunwilliger Gesellschafter vgl. auch Kapitel 6.5.5.

des gesetzlichen Kündigungsrechtes sieht das Gesetz nach § 723 Abs. 3 BGB nicht vor.⁶³⁵ Kündigungsmöglichkeiten des Gesellschafters können nur in der Form beschränkt werden, als im Gesellschaftsvertrag Kündigungsfristen, Kündigungstermine sowie Fortsetzungs- oder Abfindungsklauseln vereinbart werden. Eine Kündigungsmöglichkeit kann auch ausgeschlossen werden, wenn der Gesellschaftsvertrag eine Befristung der Gesellschaft vorsieht.⁶³⁶

Im Fall der Handelsgesellschaften führt eine Kündigung gemäß §§ 131 Abs. 3 und 161 Abs. 2 HGB zum Ausscheiden des einzelnen Gesellschafters und nicht zur Auflösung der gesamten Fondsgesellschaft.⁶³⁷ Im Fall der BGB-Gesellschaften wird der Gesellschaftsvertrag regelmäßig eine Fortsetzungsklausel beinhalten, sodass die Gesellschaft nach Kündigung eines Gesellschafters von den übrigen Gesellschaftern weiterzuführen ist.⁶³⁸ Auch bei einer Kündigung des Gesellschafters kann ein ausscheidender Gesellschafter einen Auseinandersetzungsanspruch nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB erwirken, sodass er so gestellt ist, als würde die Gesellschaft mit seinem Ausscheiden aufgelöst werden. Ist die Gesellschaft überschuldet, so ist das Auseinandersetzungsguthaben negativ und auch hier zum Zeitpunkt des Ausscheidens durch den ausscheidenden Gesellschafter auszugleichen.⁶³⁹

5.7.4. Anfechtung der Beitrittserklärung aufgrund von Täuschungshandlung

Eine weitere Möglichkeit, sich von einer Beteiligung zu lösen, ist zu prüfen, ob eine Anfechtung der Beitrittserklärung in Verbindung mit einer Rückabwicklung der Zeichnung möglich ist.⁶⁴⁰ Hierzu bedarf es eines Anfechtungsgrundes, wie ihn zum Beispiel die arglistige Täuschung des Anlegers nach § 123 BGB darstellt.⁶⁴¹ Das Täuschungsverhalten kann dabei entweder eine

⁶³⁵ Vgl. Bastian (2012), S. 282; vgl. auch Bost und Halfpap (2013), S. 53.

⁶³⁶ § 723 Abs. 1 Satz 2 BGB.

⁶³⁷ Vgl. Bastian (2012), S. 283; vgl. auch Bost und Halfpap (2013), S. 54.

⁶³⁸ § 736 Abs. 1 BGB. Dem Grundgedanken des geschlossenen Fonds nach ist die Fondsgesellschaft auf eine bestimmte Dauer angelegt. Auch kann das Ausscheiden eines Gesellschafters nicht zur (Zwangs-)Veräußerung der Immobilie führen.

⁶³⁹ Vgl. Bastian (2012), S. 283.

⁶⁴⁰ Zur Anfechtung der Beitrittserklärung siehe ausführlich Bastian (2012), S. 283 ff., 294 ff. bzw. Schneider (2009), S. 93 ff.

⁶⁴¹ Vgl. Schneider (2009), S. 93 f.

Verletzung der Wahrheitspflicht oder eine Verletzung der Aufklärungspflicht sein.⁶⁴² Bei der Verletzung der Wahrheitspflicht kommt es nicht darauf an, ob die gemachten Angaben im Rahmen der Aufklärungspflicht überhaupt hätten gemacht werden müssen – ausschließlich der Wahrheitsgehalt der gemachten Angaben ist hier von Interesse. Im Gegensatz dazu wird bei der Verletzung der Aufklärungspflicht darauf abgestellt, dass Informationen bewusst nicht an den Anleger kommuniziert wurden, obwohl eine diesbezügliche Aufklärungspflicht bestand.⁶⁴³ Konkret hat der Bundesgerichtshof in seinem Urteil XI ZR 106/05 vom 25.04.2006 bereits entschieden, dass ein Anfechtungsgrund der Beitrittserklärung auf jeden Fall dann vorliegt, wenn der Anleger über die steuerliche Förderung des Fonds sowie die Rentabilität und die Wiederverkaufsmöglichkeiten seines Fondsanteiles arglistig getäuscht wurde.

Gelingt der Nachweis der arglistigen Täuschung, so ist das eingegangene Rechtsgeschäft gem. § 142 Abs. 1 BGB stets als nichtig anzusehen⁶⁴⁴ und der Anleger so zu stellen, als wäre er der Gesellschaft nie beigetreten. Es ist zu prüfen, ob die Geschäftsführung der Fondsgesellschaft oder der von ihr beauftragter Vermittler vollumfänglich über die Chancen und Risiken einer Beteiligung aufgeklärt hat.⁶⁴⁵ Beitrittserklärungen werden regelmäßig im Namen der übrigen Gesellschafter durch die Geschäftsleitung erklärt, die sich wiederum durch einen Anlagenvermittler vertreten lässt, sodass sich das Problem der Zuordnung des Verhaltens eines zwischengeschalteten Vermittlers ergibt.⁶⁴⁶ Hier geht es um die Frage, ob das Verhalten des zwischengeschalteten Vermittlers der Geschäftsführung des Fonds zugerechnet werden kann oder ob er als Dritter im Sinne des § 123 Abs. 2 BGB anzusehen ist.⁶⁴⁷ In der überwiegenden Anzahl der Fälle wird allerdings davon auszugehen sein, dass die vorvertraglichen Verpflichtungen beider Parteien überwiegend deckungsgleich sind und der geschädigte Anleger daher seinen Anspruch sowohl gegenüber der Geschäftsleitung als auch gegenüber dem beauftragten Vermittler geltend machen wird.⁶⁴⁸

⁶⁴² Vgl. Bastian (2012), S. 284; vgl. Schneider (2009), S. 122.

⁶⁴³ Zum Vorliegen eines Täuschungsverhaltens vgl. ausführlich Schneider (2009), S. 94 f.

⁶⁴⁴ Vgl. Bastian (2012), S. 283.

⁶⁴⁵ Vgl. Schneider (2009), S. 102 f., S. 122.

⁶⁴⁶ Vgl. Bastian (2012), S. 284.

⁶⁴⁷ Vgl. Bastian (2012), S. 284; vgl. Schneider (2009), S. 102 f., S. 122.

⁶⁴⁸ Vgl. Bastian (2012), S. 284; vgl. auch Schneider (2009), S. 152.

Durch die Rechtsprechung und die zugehörigen Kommentare wurde eine Reihe von Grundsätzen herausgearbeitet, die ein Täuschungsverhalten von Vermittlern und Geschäftsleitung genauer definieren:⁶⁴⁹

- Keine Offenlegung der Zahlung von Innenprovisionen, soweit diese einen erheblichen Mittelabfluss bedingen und das übliche Maß (ab 15 % der Zeichnungssumme) deutlich überschreiten,
- fehlende Aufklärung über sämtliche weiche Kosten, die aus der Zeichnungssumme gedeckt werden, sofern diese eine gewisse Erheblichkeitsschwelle erreichen,
- fehlende Offenlegung von wesentlichen Kapitalflüssen aus der Zeichnungssumme an den Initiator,
- keine Aufklärung des Anlegers über eine im Rahmen der Vertragskonstruktion möglicherweise vorgenommene Begünstigung des Initiators,
- fehlende Aufklärung über marktunübliche Kalkulationsansätze (z. B. wenn die kalkulierten Mietannahmen oberhalb der ortsüblichen Vergleichsmiete liegen),
- mangelnde Aufklärung darüber, dass das Risiko der steuerlichen Nichtanerkennung durch das Finanzamt besteht,
- keine Offenlegung der personellen und/oder finanzwirtschaftlichen Verquickung zwischen Personen, Funktionen und Unternehmen, die wesentliche Funktionen innerhalb des geschlossenen Fonds einnehmen.

Eine individuelle Aufklärung jedes einzelnen Anlegers scheint angesichts der Vielzahl der relevanten, aufklärungspflichtigen Umstände kaum möglich.⁶⁵⁰ Initiatoren bedienen sich daher heute in der Regel eines Verkaufsprospektes, der den Anleger vollumfänglich über die Einzelheiten des Anlageobjektes informieren soll. Der Prospekt muss über alle für die Anlageentscheidung maßgeblichen Umstände richtig und vollständig informieren, gleichwohl ist auch hier festzustellen, dass ein Verkaufsprospekt Mängel enthalten kann oder dass in einem persönlichen Verkaufsgespräch die im Verkaufsprospekt genannten Risiken nicht ausführlich

⁶⁴⁹ Aufzählung entnommen aus Schneider (2009), S. 96 f. Zum Schadensersatzanspruch bei unzureichender Offenlegung von Rückvergütungen vgl. auch BGH, Urteil vom 20.01.2009, XI ZR 510/07. Im BGH-Urteil XI ZR 262/10 vom 08.05.2012 wurde festgestellt, dass Banken grundsätzlich über das Bestehen und die Höhe von Innenprovisionen (Kick-Back) aufzuklären haben. Bei freien Beratern liegt der Schwellenwert zur Offenlegung bei 15 % Vertriebsprovision; vgl. hierzu BGH-Urteile, III ZR 355/02 und III ZR 359/02 jeweils vom 12.02.2004.

⁶⁵⁰ Vgl. Schneider (2009), S. 97.

erläutert bzw. Verharmlosungen geäußert werden können.⁶⁵¹ Um dies besser nachvollziehen zu können, ist heute die erforderliche Aufklärung zu dokumentieren.

5.7.5. Widerruf der Beitrittserklärung aufgrund fehlender oder mangelhafter Belehrung, vor dem Hintergrund eines verbundenen Geschäftes oder eines Fernabsatz- oder Haustürgeschäftes

Neben der Anfechtung des Unternehmensbeitrittes ist bei nachweislich fehlender oder mangelhafter Belehrung, vor dem Hintergrund eines verbundenen Geschäftes oder eines Fernabsatz- oder Haustürgeschäftes ein Widerruf der Beitrittserklärung nach § 355 BGB denkbar.⁶⁵² Mit der Einführung des vierzehntägigen Widerrufsrechtes hat der Gesetzgeber dem Verbraucher eine Bedenkzeit nach einem Abschluss eines Vertrages eingeräumt, die auch Anteilseigner geschlossener Immobilienfonds nutzen können.⁶⁵³ Zwingend notwendig ist dafür, dass der Anleger als Verbraucher im Sinne des § 13 BGB zu klassifizieren ist; gleichwohl muss es sich bei den Gründungsgesellschaftern bzw. den die Beitrittserklärung Annehmenden und dem von der Fondsgesellschaft eingesetzten Geschäftsführer um einen Unternehmer im Sinne des § 14 BGB handeln.⁶⁵⁴ Nach § 312 Abs. 1 BGB ist die gesetzliche Vorschrift des Widerrufs nur auf Verbraucherverträge anzuwenden, die eine entgeltliche Leistung des Unternehmers zum Gegenstand haben. Bankdienstleistungen sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kreditgewährung, Versicherungen, Altersversorgung von Einzelpersonen, Geldanlagen oder Zahlungen sind nach der Legaldefinition des § 312 Abs. 1 Satz 2 BGB unter Finanzdienstleistungen zu subsummieren und damit zu den schutzwürdigen Vertragsabschlüssen zu zählen.⁶⁵⁵

⁶⁵¹ Mit Urteil des OLG-Hamm vom 26.03.2003 – 8 U 170/02, BKR 2003, 807, 808 geht die obergerichtliche Rechtsprechung davon aus, dass nur im Rahmen der Aushändigung eines vollumfänglichen Verkaufsprospektes ordentlich aufgeklärt werden kann. Damit bestand auch schon vor Einführung der gesetzlichen Prospektspflicht eine „faktische“ Prospektspflicht. Vgl. auch Schneider (2009), S. 93.

⁶⁵² Zum Widerruf der Beitrittserklärung siehe ausführlich Bost und Halfpap (2013), S. 59 ff. und Bastian (2012), S. 283 ff.

⁶⁵³ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 59.

⁶⁵⁴ Umgangssprachlich auch als Business-to-Customer-Geschäft (B2C) bekannt. Zu den Eigenschaften eines Verbrauchers vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 59; vgl. auch Bastian (2012), S. 296; vgl. auch Schneider (2009), S. 163. Die Verbrauchereigenschaft beim Erwerb eines Anteiles an einem geschlossenen Immobilienfonds ist nicht grundsätzlich ausgeschlossen (BGH, Urteil vom 23.10.2001, XI ZR 63/01). Die Verwaltung eigenen Vermögens – unabhängig von der Höhe – ist grundsätzlich keine gewerbliche Tätigkeit (BGH, Urteil vom 10.06.1974, VII ZR 44/73 und BGH, Urteil vom 23.10.2001, XI ZR 63/01).

⁶⁵⁵ Zum Widerruf bei Fernabsatzgeschäften vgl. auch Bost und Halfpap (2013), S. 60 f.

Damit dem Anleger in seiner Funktion als Verbraucher auch (viele) Jahre nach Beitritt zur Gesellschaft noch ein Widerrufsrecht zusteht, müssen das Fehlen der Widerrufsbelehrung zum Zeitpunkt des Beitrittes oder zumindest Fehler in dieser nachweisbar sein.⁶⁵⁶ Die Auslegung der vollständigen Widerrufsbelehrung des Gesetzgebers gilt hier als besonders streng. Nur wenn eine ordnungsgemäße, den Anforderungen des Gesetzgebers genügende Widerrufsbelehrung vorliegt, gilt die gesetzlich vorgeschriebene vierzehntägige Widerrufsfrist. Abweichungen von den gesetzlich vorgeschriebenen Inhalten können eine Widerrufsbelehrung unwirksam machen, mit dem für den Verbraucher vorteilhaften Ergebnis, dass ein zeitlich unbegrenztes Widerrufsrecht besteht.⁶⁵⁷ Anbietern geschlossener Fonds war und ist es daher im eigenen Interesse geboten, dem Verbraucher eine rechtskonforme Widerrufsbelehrung vorzulegen, was in einer Vielzahl der Fälle aber nicht der Fall gewesen ist, wie sich im Nachhinein herausgestellt hat.

Wird mit einem Verbraucher in den in § 312 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 BGB genannten Situationen⁶⁵⁸ ein Vertrag geschlossen, steht dem Verbraucher grundsätzlich ein Widerrufsrecht zu. Auch bei Haustürgeschäften mit Anlageprodukten stellt sich die Frage, ob der Anleger Verbraucher im Sinne des § 312 BGB i. V. m. § 13 BGB ist und ob er bei Beitritt einem Unternehmer gegenübersteht. Umstritten war bislang auch, ob der Beitritt zu einer Anlagegesellschaft (in der Rechtsform einer Personengesellschaft oder Personenhandelsgesellschaft) eine entgeltliche Leistung im Sinne des § 312 Abs. 1 Satz 1 BGB darstellt. Mit dieser Frage hat sich der Bundesgerichtshof mit Vorlagebeschluss vom 05.05.2008⁶⁵⁹ an den Europäischen Gerichtshof (EuGH) gewandt, welcher der bis dahin gültigen Auffassung des Bundesgerichtshofes folgte. Nach Auffassung des EuGH ist der Beitritt zu einer geschlossenen Fondsgesellschaft grundsätzlich mit den europäischen Verbraucherschutzvorschriften vereinbar, sofern der Beitritt vorrangig der Kapitalanlage diene, was bei geschlossenen Immobilienfonds grundsätzlich der Fall sein dürfte, da die Mitbestimmungs- und Gestaltungsrechte des einzelnen Gesellschafters

⁶⁵⁶ Vgl. Bastian (2012), S. 294.

⁶⁵⁷ Vgl. § 355 Abs. 3 Satz 3 BGB. Vgl. auch Bost und Halfpap (2013), S. 60.

⁶⁵⁸ Situationen, in denen der Verbraucher bei sogenannten Haustürgeschäften „überrumpelt“ wird.

⁶⁵⁹ BGH, Urteil vom 05.05.2008, II ZR 292/06 ZIP, 2008, 1018.

erheblich beschränkt sind und die Erzielung von Einkünften aus der Kapitalanlage im Vordergrund steht.

Analog zu den Widerrufsmöglichkeiten eines Haustürgeschäftes gelten die Möglichkeiten des Widerrufs auch bei Vertragsabschlüssen nach § 312b Abs. 1 BGB, also wenn ein Beitrittsvertrag unter ausschließlicher Nutzung von Fernkommunikationsmitteln (vgl. § 312b Abs. 2 BGB, auch Briefe und Telefonanrufe) abgeschlossen wird.⁶⁶⁰

Wesentlicher Bestandteil einer Widerrufsbelehrung ist die korrekte Darstellung der Widerrufsfolgen. Anders als bei Ausübung eines Widerrufs bei einem Haustürgeschäft im engeren Sinn (der Kunde gibt die ihm aufgeschwatzte Woldecke an den Klinkenputzer zurück und bekommt den bezahlten Kaufpreis erstattet) verhält sich dies jedoch bei einer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds. Auch hier gibt der Verbraucher seine Beteiligung an den Unternehmer zurück und erhält dafür den von ihm in die Gesellschaft eingebrachten Gegenwert.⁶⁶¹ Doch schon allein aufgrund der hohen anfänglichen Vertriebs- und Strukturkosten (die nicht dem Unternehmer zugutegekommen sind, sondern dem vom Unternehmer mit dem Vertrieb der Anteile beauftragten Dritten) ist dies meist nur ein Anteil des ursprünglich vom Anleger in die Fondsgesellschaft eingebrachten Kapitals.⁶⁶² Und anders als beim Schadensersatz wird bei einem Widerruf der Beteiligung auch nicht auf den ursprünglich investierten Betrag (ggf. zzgl. entgangener Zinsen), sondern auf den Auseinandersetzungsbetrag zum Zeitpunkt des Widerrufs abgestellt. Der Gegenwert des vom Anleger eingesetzten Kapitals kann sich aber in Laufe der Zeit verändern. Gerade bei sanierungsbedürftigen Fonds muss davon ausgegangen werden, dass das Auseinandersetzungsguthaben des Gesellschafters regelmäßig gegen null tendiert. Bei notleidenden Immobilienfonds kann es ggf. sogar negativ sein.⁶⁶³ Die Darlegung dieser doch recht erheblichen Konsequenz eines Widerrufs dürfte sich aber nur in einer sehr geringen Anzahl der Beitrittserklärungen wiederfinden. Die Ausübung eines bestehenden

⁶⁶⁰ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 60 f.

⁶⁶¹ Auch als Auseinandersetzungsguthaben der Gesellschaft bezeichnet. Da die Vertriebsprovisionen nicht an die Fondsgesellschaft gezahlt wurden, ist das Auseinandersetzungsguthaben zum Zeitpunkt der Zeichnung bereits um diesen Betrag reduziert.

⁶⁶² Zu den teilweise erheblichen initialen Kosten eines geschlossenen Immobilienfonds siehe auch Kapitel 3.5.4.

⁶⁶³ Vgl. Pauw (2016), S. 63.

Widerrufsrecht in diesen Fällen ist meist nur sinnvoll, wenn der Anleger das Ziel verfolgt, sich von Ansprüchen Dritter freizuhalten.

Anders ist die Lage bei kreditfinanzierten Anteilen. Hier kann ein Widerrufsrecht bezüglich des Fondsbeitritts auch damit begründet werden, dass das zu erbringende Anlagevermögen mit Abschluss eines Verbraucherkreditvertrages nach §§ 491, 495 BGB finanziert wurde; teilweise wurde der Beitritt zur Fondsgesellschaft sogar zwingend an eine Fremdfinanzierung gekoppelt. Sofern dies geschehen ist, handelt sich um ein verbundenes Verbraucherkreditgeschäft, was dem Anleger neue Möglichkeiten eröffnet. Dass ein fremdfinanzierter Beitritt als verbundenes Geschäft nach §§ 358, 359 BGB zu verstehen ist, hat der BGH in seinen Urteilen regelmäßig bestätigt.⁶⁶⁴ Dies gilt insbesondere dann, wenn der Unternehmer (Initiator) die Gegenleistung des Anlegers selbst finanziert oder sich das finanzierende Institut bei der Vorbereitung oder dem Abschluss des Darlehensvertrages der Mitwirkung des Unternehmers (ggf. über einen Vermittler) bedient.⁶⁶⁵ Von einer Mitwirkung der Fondsgesellschaft zum Abschluss eines Kreditvertrages ist auch dann auszugehen, wenn der Anleger nicht von sich aus auf ein finanzierendes Institut zugeht, sondern wenn der Beitrittserklärung zur Fondsgesellschaft ein Angebot zum Abschluss eines Kreditvertrages beiliegt,⁶⁶⁶ was in der Praxis vergangener Jahre durchaus immer wieder der Fall war. Fehlt die Widerrufsbelehrung oder ist diese fehlerhaft, steht dem Verbraucher nach § 495 Abs. 2 Satz 1, 355 Abs. 3 BGB praktisch ein unendliches Widerrufsrecht zu.

Bei einem verbundenen Vertrag fungiert der Finanzier als zentrale Rückabwicklungsstelle, so dass der Anleger seine bis dato erbrachten Leistungen (Anzahlung, Tilgung und Zinsen) von ihm zurückverlangen kann und im Gegenzug sein Abfindungsguthaben bzw. seinen Gesellschaftsanteil an die finanzierende Bank abtritt.⁶⁶⁷

⁶⁶⁴ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 59. Vgl. auch BGH, Urteil vom 21.07.2003, II ZR 387/02; BGH, Urteil vom 14.06.2004, II ZR 393/02; BGH, Urteil vom 25.04.2006, XI ZR 193/04.

⁶⁶⁵ § 358 Abs. 3 Satz 2. Zum verbundenen Geschäft vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 61; vgl. auch Bastian (2012), S. 295 ff; vgl. auch Schneider (2009), S. 235 ff.

⁶⁶⁶ Vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 62; vgl. Schneider (2009), S. 161.

⁶⁶⁷ Vgl. Pauw (2016); S. 62 f.

5.7.6. Schadensersatzklage, Rückabwicklung und Prospekthaftung

Ist ein Anleger von seinem Anlageberater oder seiner (den Gesellschaftsanteil finanzierenden) Bank nicht umfassend bzw. fehlerhaft über die Risiken in Zusammenhang mit der Zeichnung eines geschlossenen Fonds aufgeklärt worden oder hat der Gesellschafter einen Anteil an einem geschlossenen Fonds erworben, obwohl dieser nicht zum Risikoprofil seiner Anlagestrategie passt, hat er neben der Möglichkeit des Widerrufs ggf. sogar Anspruch auf Schadensersatz gegenüber dem Vertrieb, dem Initiator oder der finanzierenden Bank. Neben Schadensersatzansprüchen kann der Gesellschafter in einzelnen Fällen auch die Rückabwicklung seines Fondsbeitrittes verlangen.⁶⁶⁸

Des Weiteren können Prospekthaftungsansprüche wegen eines fehlerhaften oder gänzlich fehlenden Prospektes geltend gemacht werden. Prospekthaftungsansprüche können, wie Schadensersatzansprüche auch, sowohl gegenüber den Prospektverantwortlichen als auch gegenüber den Initiatoren, dem Vertrieb und den Gründern der Fondsgesellschaft geltend gemacht werden. In jüngerer Zeit wird darüber diskutiert, ob Prospekthaftungsansprüche auch aufgrund mangelnder Aufklärung hinsichtlich möglicher Rückzahlungspflichten bestehen können.⁶⁶⁹

Unabhängig davon, ob der Gesellschafter erwirken kann, dass die Beitrittserklärung rückabgewickelt wird und er so gestellt wird, als ob er die Beteiligung nie gezeichnet hätte, oder ob sich Gesellschafter und Berater darauf einigen, einen Schadensersatzausgleich vorzunehmen, findet der wirtschaftliche Ausgleich unter Anrechnung möglicherweise erhaltener Ausschüttungen und entgangener Zinsen bei einer alternativen, ansonsten vergleichbaren Anlage statt. Ferner ist der Anleger in diesem Fall von jeder Forderung Dritter befreit.⁶⁷⁰

Zu beachten ist aber in allen Fällen, dass eine erfolgreiche Durchsetzung solcher Schadensersatzansprüche nur dann möglich ist, wenn der Schuldner zum Zeitpunkt der Geltendmachung

⁶⁶⁸ Vgl. Pauw (2016), S. 62.

⁶⁶⁹ Vgl. Pauw (2016), S. 97.

⁶⁷⁰ Dies können z. B. die Freistellung von Zahlungsverpflichtungen aus einer negativen Auseinandersetzungsbilanz oder einer Nachschussverpflichtung (vgl. § 172 Abs. 4 HGB) sein, finanzielle Schäden aus der Kapitalanlage im Allgemeinen oder auch die Freistellung von wirtschaftlichen Schäden aus einer möglichen Inanspruchnahme Dritter gem. § 171 HGB. Des Weiteren wird eine Einigung über die (außer-)gerichtlichen Rechtsverfolgungskosten sowie entgangene Zinsen zu treffen sein.

existent und solvent ist und wenn der Geschädigte die finanziellen Mittel hat, seinen Anspruch unter Zuhilfenahme eines Rechtsbeistandes notfalls vor Gericht geltend zu machen.⁶⁷¹

5.7.7. Sanierungsplattformen

Als weitere Möglichkeit haben sich in den letzten Jahren sogenannte Sanierungsplattformen von Banken und dritten Anbietern etabliert.⁶⁷² Banken gründen oft eigene oder unterstützen fremde Sanierungsplattformen, damit Sanierungsfälle geschlossener Immobilienfonds mit entsprechend notleidenden Finanzierungen aus den Bilanzen der Banken eliminiert werden können. Die Sanierungsplattformen kaufen dabei von Banken, die zu einem Forderungsverzicht bereit sind, finanziell angeschlagene Investitionsobjekte, um diese kurzfristig operativ zu stützen und mittelfristig zu sanieren.⁶⁷³ Ziel der Strategie ist es, mehrere Altfonds-Gesellschaften in neu gegründeten, größeren Gesellschaften aufgehen zu lassen, die dann über mehr als nur ein Objekt und idealerweise über zusätzliches operatives Fachwissen verfügen, sodass diverse Synergieeffekte genutzt werden.⁶⁷⁴

Sanierungsplattformen kommen dabei überwiegend nur bei der Schifffondssanierung zum Einsatz, bei geschlossenen Immobilienfonds konnten sich Sanierungsplattformen bisweilen nicht durchsetzen. Die finanzierenden Banken geschlossener Immobilienfonds sind – insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzkrise – dazu übergegangen, Großteile notleidender Finanzierungen in sogenannte Bad Banks auszulagern, sodass die Bilanzen der finanzierenden Banken von den notleidenden Krediten bereinigt und Risikopositionen abgebaut werden konnten.

⁶⁷¹ Liquiditätsschwache Gesellschafter können sich einer Prozessfinanzierung bedienen. Bei Erfolgsaussichten übernimmt der Prozessfinanzierer die notwendigen Kosten und das Risiko einer außergerichtlichen oder gerichtlichen Verfolgung der Ansprüche des Geschädigten. Im Erfolgsfall erhält der Prozessfinanzierer einen Teil des erstrittenen Betrages.

⁶⁷² Zum Thema Sanierungsplattformen siehe ausführlich Pauw (2016), S. 195 ff.

⁶⁷³ Vgl. Steffens und Dreßler (2014), S. 163.

⁶⁷⁴ Vgl. Pauw (2016), S. 62.

6. Sanierungskonzepte geschlossener Immobilienfonds im Vergleich

Hinsichtlich der Sanierung geschlossener Immobilienfonds ist zwischen der Sanierung des Anlegers und der Sanierung der Fondsgesellschaft zu unterscheiden. Bei der Sanierung des Anlegers geht es darum, dessen individuelle Vermögenssituation vor Schaden zu bewahren und eine mögliche (Nach-)Haftung des Gesellschafters abzuwenden oder zumindest zu beschränken. Ziel ist meist, die Rückabwicklung der Zeichnung der Beteiligung zu erreichen und Schadensersatzansprüche gegen die am Vertrieb bzw. an der Objektgesellschaft Beteiligten geltend zu machen, um den Gesellschafter möglichst so zu stellen, als hätte er die Beteiligung nicht gezeichnet und dafür ein alternatives Investment getätigt.⁶⁷⁵ Die Sanierung des individuellen Gesellschafters wird an dieser Stelle nicht weiterverfolgt, da der Schwerpunkt dieser Arbeit auf der erfolgreichen Sanierung des Investmentvehikels, der Objektgesellschaft, liegt.

Für eine erfolgreiche Sanierung der Fondsgesellschaft ist entscheidend, dass neue Geldmittel beschafft, die Verbindlichkeiten der Gesellschaft zurückgeführt und juristische Hürden genommen werden sowie dafür gesorgt wird, dass Cashflow-Ströme erhalten bleiben oder optimiert werden. Eine Sanierung ist stets ein Paket mit einzelnen, aufeinander abgestimmten Sanierungsbausteinen unter Beteiligung der am Fonds beteiligten Akteure.⁶⁷⁶ Um handlungsfähig zu sein, sind mit Hilfe eines detaillierten und zugleich verständlich ausgearbeiteten Sanierungskonzeptes die erforderlichen Beschlussmehrheit zu erreichen und auf Ebene der Gesellschafter und Gläubiger die nötigen Sanierungsbeiträge bereitzustellen. Dies kann nur dann gelingen, wenn es den handelnden Personen auf Seiten der Bank, des Fonds und des Fondsinitiators (bzw. Geschäftsbesorgers) gelingt, das verloren gegangene Vertrauen zumindest hinreichend wiederherzustellen.⁶⁷⁷

⁶⁷⁵ Zu den Möglichkeiten des Gesellschafters, Ansprüche gegenüber Dritten geltend zu machen, siehe Neusel et al. (2005), S. 97 ff. und 127 ff.; vgl. auch Bastian (2012), S. 280 ff.; Bost und Halfpap (2013), S. 59 ff. Vgl. auch Kapitel 5.7.5 und 5.7.6.

⁶⁷⁶ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 524.

⁶⁷⁷ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 537. Zur Kommunikation als vertrauensbildende Maßnahme vgl. Kapitel 7.

6.1. Sanierung von Altgesellschaften vor Einführung des KAGB

Geschlossene Immobilienfonds waren bis 2013 dem Grauen Kapitalmarkt zuzuordnen und konnten, da sie in einem nicht unerheblichen Umfang am Finanz- und Immobilienmarkt beteiligt waren, aufgrund ihrer Aktivitäten am unregulierten Markt dazu beitragen, finanzsystemtechnische Risiken zu erhöhen oder zu verstärken.⁶⁷⁸ Die bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht und der Einführung des KAGB zum 22.07.2013 weitestgehend unregulierten Produkte haben zu diesem Zeitpunkt erstmals in ihrer Geschichte einen herben Einschnitt in ihrer Rechts- und Gestaltungsfreiheit erlitten. Neu emittierte Produkte unterliegen seitdem strengeren Regularien, wodurch (Privat-)Anleger vor erhöhten Verlust- und Krisenrisiken eines geschlossenen Fonds geschützt werden sollen.⁶⁷⁹

Im Zusammenhang dieser Arbeit stellt sich die Frage, inwiefern die Anforderungen der AIFM-Richtlinie respektive die Umsetzung dieser in deutsches Recht auf Gesellschaften, die vor Einführung des KAGB aufgelegt wurden anzuwenden sind. Gem. § 353 Abs. 1 KAGB genießen geschlossene Altfonds, die seit dem 22.07.2013 „*keine zusätzlichen Anlagen*“ mehr getätigt haben, einen vollständigen Bestandsschutz und unterliegen daher nicht den Vorschriften des KAGB.⁶⁸⁰

Insbesondere in Hinblick auf die Sanierung – und damit die Zuführung von teilweise erheblichen finanziellen Mitteln – ist der Begriff „*keine zusätzlichen Anlagen*“ im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB näher zu betrachten und seine genaue Bedeutung zu hinterfragen.⁶⁸¹ Das aus Artikel 61 Abs. 3 der AIFM-Richtlinie übernommene Merkmal ist nach Auffassung der EU-

⁶⁷⁸ Vgl. Kapitel 2.4.

⁶⁷⁹ Geschlossene Fonds (geschlossene alternative Investmentfonds) haben mit Einführung des KAGB bei Neuaufgabe gewisse Risikogrundsätze zu berücksichtigen. So wurden für AIF Vorschriften eingeführt, die neben den zulässigen Rechtsformen (§ 139 i. V. m. 140 und 149 KAGB) auch Vermögensgegenstände (261 KAGB) oder den zulässigen Leverage-Effekt (§ 239 KAGB) definieren. Auch der (Privat-)Anleger selbst wird durch die Einführung des KAGB geschützt. Gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 31 wird der Privatanleger mittels Negativdefinition von den semiprofessionellen und professionellen Anlegern abgegrenzt. Um dem Privatanleger den höchstmöglichen Anlegerschutz zu gewährleisten, darf dieser nur in OGAWs und Publikums-AIF (mit offenem oder geschlossenem Eigenkapitalkonzept) investieren. Zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht siehe auch Kapitel 4.

⁶⁸⁰ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 1. Vgl. auch Voigt und Busse (2013), S. 187.

⁶⁸¹ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 1.

Kommission möglichst weit auszulegen.⁶⁸² Nach Meinung der EU-Kommission kann von einer „zusätzlichen Anlage“ ausgegangen werden, wenn ein neuer Vertrag geschlossen wird, der eine Investition von Kapital zu Ertragszwecken vorsieht. Werterhaltende Maßnahmen sind dagegen nicht als „zusätzliche Anlagen“ anzusehen, sofern

1. der Umfang der werterhöhenden Maßnahmen 20 % des Fonds-/Portfoliovolumens nicht übersteigt,
2. die „zusätzlichen Anlagen“ ausschließlich der Werterhaltung dienen und
3. sich die Anleger allgemein – nicht notwendigerweise auf das konkrete Investment bezogen – zu solchen Werterhaltungsmaßnahmen verpflichtet haben oder aufgrund gesellschaftsrechtlicher Regelungen verpflichtet sind.⁶⁸³

Die BaFin geht bei ihrer Definition der werterhöhenden Maßnahmen bzw. der zusätzlichen Anlagen von zwingend erforderlichen Investitionen, etwa zur Instandhaltung oder Instandsetzung der Vermögensgegenstände des Fonds (z. B. Reparatur- oder Renovierungsarbeiten) aus. Sie stellt dabei auf die Aufrechterhaltung und Bewirtschaftung bereits vor dem Stichtag des 21.07.2013 erschlossener Ertragsquellen ab, sofern die hierfür notwendigen Sanierungs-, Instandhaltungs- und Renovierungsmaßnahmen nur einen geringfügigen Anteil Fondsvolumens ausmachen und die weiteren, oben genannten Voraussetzungen erfüllt sind.⁶⁸⁴ Auch der Abschluss von Verträgen mit Dritten über die Nutzung von vorhandenen Vermögensgegenständen (Anschlussvermietung auslaufender Mietverträge) stellt nach Auffassung der BaFin keine „zusätzliche Anlage“ dar.⁶⁸⁵

Strebt die Fondsgesellschaft hingegen eine wesentliche Wesensveränderung des bereits vor dem Stichtag erworbenen Vermögensgegenstandes an, so ist davon auszugehen, dass die

⁶⁸² Vgl. EU-Kommission (2011b), Question ID 1188 betreffend Artikel 61 Abs. 3.

⁶⁸³ Vgl. EU-Kommission (2011b), Question ID 1188 betreffend Artikel 61 Abs. 3; vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5a. Vgl. auch Voigt und Busse (2013), S. 187.

⁶⁸⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5e.

⁶⁸⁵ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5e.

hierfür notwendigen Investitionen als „zusätzliche Anlage“ zu werten sind und die Regelungen des KAGB sodann Anwendung auf die Objektgesellschaft finden werden.⁶⁸⁶

Darüber hinaus ist zu unterscheiden, ob mit „zusätzlichen Anlagen“ nur werterhaltende Maßnahmen in den bestehenden Vermögensgegenstand – also das Anlagevermögen der Objektgesellschaft, die Immobilie – gemeint sind oder auch die finanzielle Sanierung der Fondsgesellschaft – also z. B. die (Sonder-)Tilgung von Darlehen aufgrund der Zuführung von Eigenmitteln oder dem Erlass / der Stundung von Verbindlichkeiten – darunter zu verstehen ist.⁶⁸⁷ Vieles spricht dafür, dass die EU-Kommission die finanzielle Sanierung der Fondsgesellschaft hierfür zumindest – ohne darauf näher einzugehen – in Erwägung zieht, denn auch die Aufrechterhaltung des operativen Betriebes bzw. die Vermeidung der Zerschlagung stellt eine den Unternehmenswert erhaltende Maßnahme dar und ist wichtig für eine erfolgreiche Sanierung der Fondsgesellschaft.⁶⁸⁸ Die finanzwirtschaftliche Sanierung einer bereits vor dem 21.07.2013 aufgelegten Altgesellschaft entspricht auch dem Grundgedanken des § 353 Abs. 1 KAGB, dass bestehende geschlossene AIF – also geschlossene Fonds, die nach dem 21.07.2013 „keine zusätzlichen Anlagen“ mehr getätigt haben – in ihrer bestehenden Form weitergeführt werden können.⁶⁸⁹

Die Auflösung des Bestandsschutzes durch die Investition „zusätzlicher Anlagen“ schränkt die finanzwirtschaftlichen Sanierungsmöglichkeiten deutlich ein, denn sie bringt mit sich, dass zur finanzwirtschaftlichen Sanierung nur solche Sanierungsbausteine herangezogen werden können, die auf bereits vor dem 22.07.2013 eingegangenen Verpflichtungsgeschäften, also z. B. im Gesellschaftsvertrag vereinbarten (und gültigen) Nachschussklauseln bzw. ordinären Nachschussverpflichtungen der Gesellschafter, die sich aus dem Gesellschaftsrecht (z. B. Treuepflicht) ergeben, basieren.⁶⁹⁰

⁶⁸⁶ Als Beispiel wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5e die Umnutzung von Gewerbeflächen in Eigentumswohnungen angeführt.

⁶⁸⁷ Zu den unterschiedlichen Sanierungsbausteinen vgl. Kapitel 6.5 bis 6.7.

⁶⁸⁸ Vgl. Pauw (2016), S. 65 f.; vgl. Antwort auf die Frage: What does „which do not make any additional investments“ mean? in EU-Kommission (2011a), S. 13. So auch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5a.

⁶⁸⁹ Vgl. Pauw (2016), S. 66.

⁶⁹⁰ Vgl. Pauw (2016), S. 66; vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5c. Zur gesellschaftlicher Treuepflicht vgl. auch Kapitel 6.5.5.

Die BaFin vertritt die Auffassung, dass auch trotz eines qualifizierten oder einstimmigen Gesellschafterbeschlusses, der eine „zusätzliche Investition“ nach sich zieht, ein Bestandsschutz für Altgesellschaften nicht aufrechterhalten werden kann.⁶⁹¹ Dies führt dazu, dass gerade die Kapitalerhöhung, eines der gängigsten und aussichtsreichsten Sanierungsinstrumente, den Bestandsschutz von Altgesellschaften aufheben würde, da der Gesellschafterbeschluss zur Kapitalerhöhung bzw. die Herausgabe von neuen Gesellschaftsanteilen eine neue Rechtsgrundlage darstellt.⁶⁹²

Bei einer Sanierung muss davon ausgegangen werden, dass der laufende Überschuss, sofern überhaupt ein Überschuss erwirtschaftet wird, nur untergeordnet dazu beitragen kann, eine Gesellschaft nachhaltig aus der Krise zu führen. Vielmehr wird es nötig sein, der Gesellschaft regelmäßig neue Liquidität zuzuführen. Da das Bereitstellen von frischem Kapital dazu führen kann, dass der Bestandsschutz gemäß § 353 Abs. 1 KAGB aufgehoben wird, sind viele Sanierungskonzepte gefährdet oder zum Scheitern verurteilt, da die dann anzuwendenden Vorschriften des KAGB einen erheblichen organisatorischen und finanziellen Mehraufwand mit sich bringen, der nicht immer zu stemmen ist.⁶⁹³ Zwar ist es das erklärte Anliegen der EU-Kommission, Anleger mit der AIFM-Richtlinie umfassend zu schützen – der geschilderte Nebeneffekt aber ist in dieser Hinsicht kontraproduktiv.

Neuinvestitionen innerhalb von Altgesellschaften mit dem Ziel, neue Ertragsquellen zu erschließen (Errichtung neuer Objekte, Wesensänderung z. B. durch Umnutzung von Gewerbeflächen in Eigentumswohnungen), ziehen zwingend die Geltung des KAGB für den jeweiligen Fonds nach sich.⁶⁹⁴ Anders muss es sich bei (sanierungsbedürftigen) Altgesellschaften verhalten. Hier sind die Interessen grundlegend anders; es steht die finanzwirtschaftliche Sanierung und regelmäßig eben nicht die Erschließung neuer Ertragsquellen im Vordergrund.⁶⁹⁵ Die

⁶⁹¹ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5d.

⁶⁹² Vgl. Pauw (2016), S. 66. Zur Kapitalerhöhung als Sanierungsbaustein vgl. auch Pauw (2016), S. 99 ff.; vgl. auch Kapitel 6.5.2. Und zur Kapitalerhöhung mit Kapitalschnitt vgl. Kapitel 6.5.4.

⁶⁹³ Vgl. Pauw (2016), S. 66; vgl. Voigt und Busse (2013), S. 184, 187.

⁶⁹⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013), Abschnitt III, 5a.

⁶⁹⁵ Es wird vorausgesetzt, dass gerade bei sanierungsbedürftigen Gesellschaften die Möglichkeiten der Sanierung nicht darin bestehen, noch nicht ausgeschöpfte Wertsteigerungspotenziale zu heben. Weiter wird vorausgesetzt, dass wenn Wertsteigerungspotenziale bestehen, diese veräußert werden und durch einen höheren Veräußerungserlös die Sanierung begünstigt wird.

Anlageentscheidung und damit die Entscheidung, mit dem bereits investierten Anlagegut Erträge zu erzielen, haben die Anleger bereits zum Zeitpunkt der Zeichnung, also (weit) vor dem 22.07.2013, getroffen. Bei der finanzwirtschaftlichen Sanierung geht es daher nur noch um den Erhalt des Investitionsobjektes, die Vermeidung des Zusammenbruches der Fondsgesellschaft, den Erhalt des investierten Eigenkapitals bzw. die Begrenzung des Eigenkapitalverlustes der Gesellschafter sowie der damit verbundenen Haftungsrisiken.

Führen die Regelungen des KAGB bei der finanzwirtschaftlichen Sanierung der Fondsgesellschaft zum Verlust des Bestandsschutzes, werden die Sanierungsbemühungen erheblich erschwert und in eine Vielzahl von Sanierungsmaßnahmen ist zum Scheitern verurteilt.⁶⁹⁶ Hinzu kommt erschwerend, dass die Rechtslage hierzu bis heute noch nicht abschließend geklärt ist. Es empfiehlt sich daher – bis zum Vorliegen einschlägiger Rechtsprechungen –, bei der Ausarbeitung von Sanierungskonzepten auch immer die Anwendbarkeit der Regelungen des KAGBs zu berücksichtigen.⁶⁹⁷

6.2. Ziel des Sanierungskonzeptes

Eine erfolgreiche Sanierung basiert auf einer positiven Einschätzung bezüglich der Sanierungsfähigkeit und -würdigkeit.⁶⁹⁸ Dabei wird im Rahmen der Sanierungsfähigkeit auf juristische, finanzwirtschaftliche und strategische Sachverhalte abgestellt. Nur, wenn diese Kriterien von den jeweiligen Beteiligten als positiv eingeschätzt werden, lässt sich eine insgesamt positive Fortführungsprognose abgeben, und nur dann werden die Beteiligten eine Sanierung unterstützen bzw. überhaupt erst ermöglichen.

⁶⁹⁶ Vgl. Pauw (2016), S. 66 f.; vgl. Voigt und Busse (2013), S. 184, 187.

⁶⁹⁷ Vgl. Pauw (2016), S. 67.

⁶⁹⁸ Zur Sanierungsfähigkeit und -würdigkeit vgl. Kapitel 5.4 und 5.5.

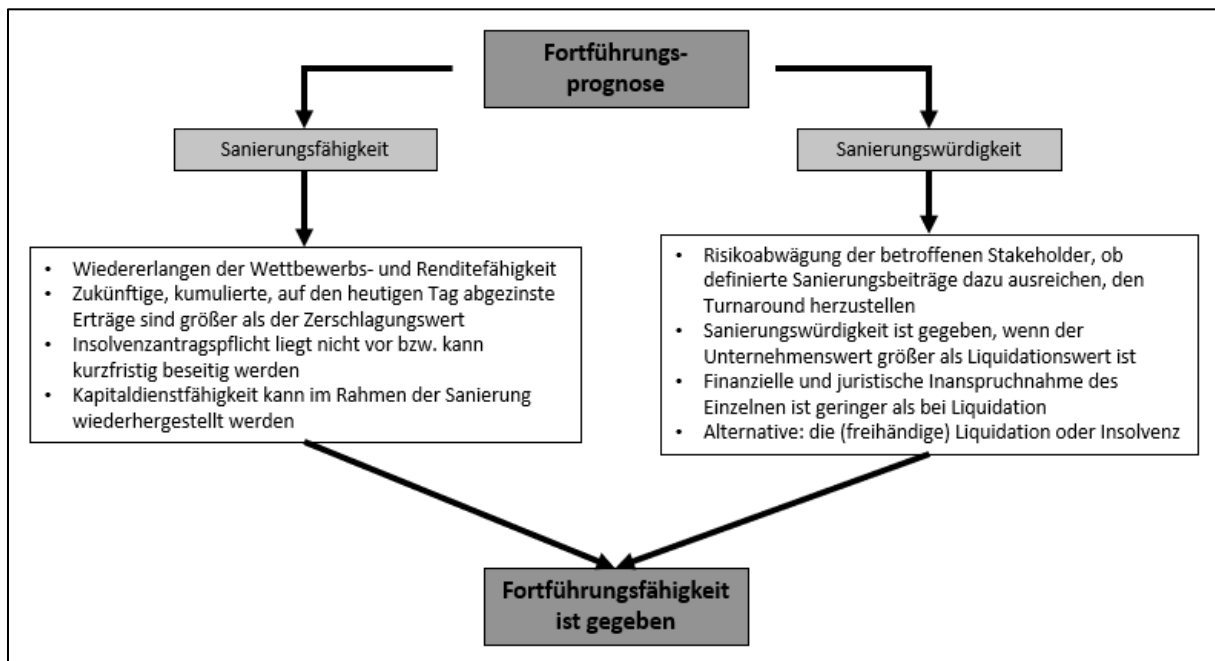


Abbildung 25: Positive Fortführungsprognose als Basis einer erfolgreichen Sanierung⁶⁹⁹

Grundlage jeder positiven Fortführungsprognose ist ein in sich schlüssiges Sanierungskonzept. Das schriftlich dokumentierte Konzept soll allen an der Sanierung beteiligten Stakeholdern – hier allen voran den Eigen- und Fremdkapitalgebern – die Möglichkeit geben, sich umfassend darüber zu informieren, welcher Kapitalbedarf notwendig ist, welche Sanierungsbausteine umgesetzt werden können und mit welchen Chancen und Risiken die Sanierung verbunden ist. Basierend auf dem Konzept hat jeder Stakeholder für sich zu bewerten, ob eine Begleitung des Sanierungskonzeptes unter den aufgezeigten Prämissen als erfolversprechend erachtet wird.⁷⁰⁰

Das Konzept muss so erarbeitet sein, dass es auch für den in finanzwirtschaftlichen Fragen nicht versierten Anleger verständlich und gleichzeitig so aussagekräftig ist, dass es auch den Ansprüchen der sachkundigen Beteiligten genügt. Das Sanierungskonzept muss überzeugend darlegen, dass nach erfolgreicher Umsetzung der beschriebenen Maßnahmen – unter realistischen Annahmen zur Wettbewerbsfähigkeit und Renditefähigkeit – eine nicht nur kurzfristige, sondern nachhaltige Überlebensfähigkeit erreicht werden kann.⁷⁰¹

⁶⁹⁹ Quelle: eigene Darstellung. Vgl. auch Kapitel 5.4 und 5.5.

⁷⁰⁰ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 55.

⁷⁰¹ Vgl. Herrmanns (2014a), S. 122.

Insbesondere müssen im Rahmen des Sanierungskonzeptes Antworten auf folgende Fragen gegeben werden:⁷⁰²

- In welcher Situation befindet sich der geschlossene Immobilienfonds derzeit?
- Wo liegen die Ursachen für die Krise des geschlossenen Immobilienfonds?
- Welche Stärken und Schwächen weisen die Objektgesellschaft und die darin eingebrachte(n) Immobilie(n) auf? Mit welchen Maßnahmen können die Schwachstellen der Renditeobjekte beseitigt werden?
- Wie groß ist die Chance auf die Realisierung eines Turnarounds?
- In welchen Schritten können die Maßnahmen eingeführt und umgesetzt werden?
- Welchen Beitrag können die Immobilie, die Gläubiger und die Gesellschafter zur Sanierung beitragen?
- Welcher zusätzliche Finanzierungsbedarf besteht und wie kann er gedeckt werden?
- Welche Chancen und Risiken ergeben sich bei der Umsetzung des geplanten Sanierungskonzeptes?

Damit wird klar, dass die Erstellung eines Sanierungskonzeptes nicht nur ein rein formaler Akt ist, sondern im Wesentlichen eine Kommunikationsaufgabe darstellt. Eine Zustimmung zu einem Sanierungskonzept ist bei gleicher Faktenlage bei einer frühzeitigen, offenen und transparenten Kommunikation wesentlich einfacher zu erreichen.⁷⁰³

6.3. Anforderung an das Sanierungskonzept

Die Literatur zur Sanierung von krisengeschüttelten Unternehmen⁷⁰⁴ verweist bezüglich der Erstellung und Definition des Inhaltes von Sanierungskonzepten regelmäßig auf die Leitsätze des Institutes deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW)⁷⁰⁵ und auf die BGH-Rechtsprechung von

⁷⁰² Aufzählung wurde entnommen aus Niering und Hillebrand (2012), S. 55 und an die Situation eines geschlossenen Immobilienfonds angepasst.

⁷⁰³ Zur Krisenkommunikation als zentraler Sanierungsbaustein vgl. Kapitel 7.

⁷⁰⁴ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 55 ff.; vgl. Crone (2017b), S. 71 ff.; vgl. Herrmanns (2014a), S. 121 ff.; vgl. Bauer (2016), S. 124 ff.

⁷⁰⁵ Das Institut für Wirtschaftsprüfer hat bereits 1991 Mindestanforderungen an Sanierungskonzepte in seiner Stellungnahme FAR 1/1991 formuliert und im Rahmen mehrerer Überarbeitungen in den heutigen IDW ES6 n. F. überführt.

1997.⁷⁰⁶ Der IDW hat mit seinem neusten Standard ES6 n. F.⁷⁰⁷ den Aufbau des Standards IDW S 6 von 2012 unter Zuhilfenahme der jüngsten Rechtsprechungen des Bundesgerichtshofes bestätigt und klargestellt, dass ein umfassendes Sanierungskonzept mindestens die nachfolgenden Elemente beinhalten muss:⁷⁰⁸

- Beschreibung von Auftragsgegenstand und -umfang (im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds wird hier auf den Beschrieb der Vermietungssituation abgestellt),
- Basisinformation über die wirtschaftliche und rechtliche Ausgangslage (der Fondsgesellschaft),
- Analyse von Krisenstadium und -ursache inkl. Analyse der Insolvenzgefährdung,
- Darstellung des Leitbildes des zu sanierenden Unternehmens, inkl. Geschäftsmodell (der zu sanierenden Fondsgesellschaft),
- Darstellung der Maßnahmen zur Bewältigung der Unternehmenskrise und Abwendung einer Insolvenzgefahr,
- integrierter Unternehmensplan,
- zusammenfassende Einschätzung der Sanierungsfähigkeit,
- Dokumentation, Berichterstattung und zusammenfassende Schlussbemerkung.

Der IDW geht davon aus, dass die Sanierungsfähigkeit nur dann bewertet werden kann, wenn das Sanierungskonzept sämtliche genannten Module enthält, die damit verbundenen Fragen fachkundig beantwortet sind und damit ein Vollkonzept vorliegt. Sollte eine umfängliche Bearbeitung nicht möglich sein, ist dies anzuzeigen und zu begründen.⁷⁰⁹ Bei kleinen

⁷⁰⁶ Vgl. BGH, Urteil vom 04.12.1997, IX ZR 47/97.

⁷⁰⁷ In seiner Pressemeldung vom 19.09.2017 hat das Institut der Wirtschaftsprüfer mitgeteilt, dass die Neufassung des IDW S 6 an den Kernanforderungen zur Erstellung von Sanierungskonzepten festhält. Sie unterscheidet sich vom bisherigen Standard im Wesentlichen durch kürzere bzw. gestrichene Ausführungen zu erläuternden Grundlagen. Neben der Straffung der Ausführungen werden einzelne Details klargestellt. So wird deutlicher als bisher erläutert, dass bei einem Sanierungskonzept für wenig komplexe Unternehmen (z. B. bei zahlreichen KMU) zwar alle Anforderungen erfüllt sein müssen, die Detailtiefe der Beschreibungen aber dem Grundsatz der Wesentlichkeit entsprechend angepasst werden kann.

⁷⁰⁸ Vgl. IDW Verlag GmbH (2017), S. 4 f.

⁷⁰⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 7.

Unternehmen ist der Umfang der Untersuchung und der Berichterstattung ggf. entsprechend der geringeren Komplexität des Unternehmens anzupassen.⁷¹⁰

Das Sanierungskonzept hat von den erkannten und erkennbaren tatsächlichen Gegebenheiten auszugehen, muss in sich schlüssig und nicht offensichtlich undurchführbar sein. Die Beurteilung der vorherrschenden Situation sowie die Beurteilung der Durchführbarkeit sind dabei von einem – nicht zwingend unbeteiligten – branchenkundigen Fachmann zu erstellen. Im Rahmen der Erarbeitung eines positiven Sanierungskonzeptes sind die vorgeschriebenen und üblichen Buchhaltungsunterlagen zu berücksichtigen; die Erstellung des Sanierungskonzeptes muss die wirtschaftliche Lage des Unternehmens analysieren und die Krisenursachen sowie die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage erfassen. Im Rahmen des Sanierungskonzeptes muss der branchenkundige Fachmann zu dem Ergebnis kommen, dass die Unternehmung objektiv sanierungsfähig ist und die für die Sanierung ins Auge gefassten Maßnahmen in der Summe objektiv geeignet sind, das Unternehmen in überschaubarer Zeit zu sanieren.⁷¹¹ Die Sanierungsfähigkeit setzt dabei nicht nur die Annahme der Unternehmensfortführung nach § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB voraus, sondern auch, dass die eingeleiteten Maßnahmen dazu führen, dass eine nachhaltige Wettbewerbs- und Renditefähigkeit erzielt wird.⁷¹² Besteht akute Insolvenzgefahr, ist das Sanierungskonzept um Maßnahmen zu ergänzen, welche die drohende Insolvenzgefahr – zunächst kurzfristig – abwenden.⁷¹³ Die Erfolgsaussichten einer erfolgreichen Umsetzung des Sanierungskonzeptes werden im Rahmen der Prognose hinsichtlich ihrer Wahrscheinlichkeit bewertet. Im Prognoseteil wird auch auf mögliche Probleme bei der Umsetzung des Sanierungskonzeptes sowie auf Unwägbarkeiten des Marktgeschehens hingewiesen.⁷¹⁴

Die zur Verfügung stehenden Sanierungsmöglichkeiten sind nach finanzwirtschaftlichen, inhaltlichen und rechtlichen Aspekte zu unterscheiden.⁷¹⁵ Neben der inhaltlichen Definition (z. B. der Erarbeitung eines Sanierungskonzeptes) und den finanzwirtschaftlichen

⁷¹⁰ Vgl. BGH, Urteil vom 04.12.1997, XI ZR 47/97; vgl. auch IDW Verlag GmbH (2017), S. 10.

⁷¹¹ Vgl. BGH, Urteil vom 04.12.1997, IX ZR 47/97; vgl. auch Buth und Hermanns (2010), S. 288 und Bauer (2016), S. 124 f. Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018), Rn. 21.

⁷¹² Vgl. Herrmanns (2014a), S. 122; vgl. auch Buth und Hermanns (2010), S. 288.

⁷¹³ Vgl. Herrmanns (2014a), S. 122. Zu den Insolvenzantragsgründen vgl. auch Kapitel 5.3.

⁷¹⁴ Vgl. Herrmanns (2014a), S. 122.

⁷¹⁵ Vgl. Bauer (2016), S. 124; vgl. Pauw (2016), S. 41 ff.

Sanierungsbausteinen, also zum Beispiel der Zufuhr frischer Liquidität oder dem Forderungsverzicht (mit Besserungsschein), sind auch immer die rechtlichen Auswirkungen der angewandten Maßnahmen auf die Objektgesellschaft und den Gesellschafter zu durchleuchten. Unter juristischen Gesichtspunkten sind beispielsweise die Vergabe bzw. die Verlängerung von problembehafteten Krediten und die Überwachung der Sanierungsmaßnahmen bzw. Sanierungserfolgen durch das Kreditinstitut zu bedenken.⁷¹⁶ Ferner sind Sanierungsbeiträge des Finanzamtes⁷¹⁷ und die Beteiligung sonstiger Gläubiger im Rahmen des Sanierungskonzeptes einzuwerten.⁷¹⁸ Vor allem aber ist zu klären, ob es sich um eine sogenannte freie, also außergerichtliche Sanierung, oder um eine gerichtliche Sanierung handelt. Bei einer freien Sanierung gelten lediglich die allgemeinen gesetzlichen und gesellschaftsvertraglichen Regelungen,⁷¹⁹ wohingegen die gerichtliche Sanierung eines Unternehmens insbesondere den Anforderungen der Insolvenzordnung Rechnung tragen muss. Bei den inhaltlichen Sanierungsmöglichkeiten sind neben den finanzwirtschaftlichen Aspekten auch strategische (z. B. Neuausrichtung des Krisenunternehmens im Markt zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit) und operative (Nutzung aller Potenziale zur Ergebnisverbesserung, z. B. Senkung der Bewirtschaftungskosten) Gesichtspunkte zu berücksichtigen.⁷²⁰

⁷¹⁶ Nach den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) hat die eine Sanierung begleitende Bank sich ein Sanierungskonzept vorlegen zu lassen, um die Sanierungsfähigkeit des Kreditnehmers einschätzen zu können. Rundschreiben 07/2017 (BA) vom 27.10.2017, Geschäftszeichen 54-FR 2210-2017/0002 dort BTO 1.2.5.

⁷¹⁷ Vgl. BMF-Schreiben vom 27.03.2003, Az. IV A 6 – S 2120 – 8/03. Mögliche Sanierungsbeiträge des Finanzamtes werden in dieser Arbeit nicht weiter betrachtet. Einen Überblick gibt Bauer (2016), S. 158 ff. Vgl. hierzu auch Bach (2010), S. 126 ff.

⁷¹⁸ Vgl. Bauer (2016), S. 124.

⁷¹⁹ Vgl. Pauw (2016), S. 49.

⁷²⁰ Vgl. Kraus (2014), S. 72.



Abbildung 26: Anforderungen an Sanierungskonzepte⁷²¹

6.4. Außergerichtliche freie Sanierung oder (Plan-)Insolvenz?

Sind die Aussicht auf die Wiederherstellung der Rentabilität der Unternehmung und der entsprechende Wille der Gesellschafter vorhanden, kann die Sanierung eines in die Krise geratenen Unternehmens – und also auch des Immobilienfonds im Speziellen – in Angriff genommen werden. Im Rahmen der Sanierung ist sodann zwischen der freien, außergerichtlichen Sanierung und der gesetzlichen Sanierung im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens zu unterscheiden. Im Rahmen einer gesetzlichen Sanierung stehen neben der Liquidation das Planinsolvenzverfahren und die Eigenverwaltung als Sanierungsinstrumente während einer Insolvenz zur Auswahl.⁷²²

⁷²¹ Quelle: eigene Darstellung.

⁷²² Zum Planinsolvenzverfahren vgl. §§ 217 ff. InsO. Zur Eigenverwaltung vgl. §§ 270 ff. InsO. Möglich wäre ferner theoretisch auch die sogenannte übertragene Sanierung, was bei einem Immobilienfonds den Verkauf der Liegenschaften bedeutet, doch ist im besonderen Fall der Immobilienfondsgesellschaft zu berücksichtigen, dass die Assets der Gesellschaft üblicherweise mit grundbuchlichen Sicherungsinstrumenten belegt sind, sodass eine Veräußerung an einen Dritten ohne Zustimmung und insbesondere ohne Pfandfreigabe der finanzierenden Bank wohl kaum möglich ist, weshalb dieses Verfahren hier vernachlässigt werden kann.

6.4.1. Gerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers – die (Plan-)Insolvenz

*„Das Insolvenzverfahren dient dazu, die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen, indem das Vermögen des Schuldners verwertet und der Erlös verteilt oder in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens getroffen wird.“*⁷²³ Eine Insolvenz bedeutet daher – insbesondere nach Einführung des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (EUSG)⁷²⁴ – nicht mehr zwingend die Liquidation einer Gesellschaft. Ein gerichtliches Insolvenzverfahren garantiert den Beteiligten einen geordneten Verfahrensablauf unter gerichtlicher Aufsicht mit einer Garantie weitgehend gleichmäßiger Gläubigerbefriedigung.⁷²⁵

Insbesondere bei Vorliegen einer Insolvenzantragspflicht nach § 15a Abs. 1 InsO wird zu beurteilen sein, ob die Insolvenzantragsfrist von maximal drei Wochen dazu ausreicht, eine außergerichtliche, freie Sanierung durchzuführen, oder ob zwingend ein Insolvenzantrag zu stellen ist.⁷²⁶ Diese dreiwöchige Höchstgrenze schränkt den Spielraum für eine außergerichtliche Sanierung nach dem Eintritt einer materiellen Insolvenz erheblich ein. Aufgrund der Vielzahl der Anleger ist es schon organisatorisch kaum möglich, in diesen drei Wochen ein Sanierungskonzept zu erarbeiten, dieses mit den Stakeholdern zu diskutieren und im Rahmen einer Gesellschafterversammlung einen gültigen Gesellschafterbeschluss herbeizuführen.⁷²⁷

In den letzten Jahren hat deshalb neben der außergerichtlichen, freien Sanierung die Möglichkeit einer Sanierung im laufenden Insolvenzverfahren – die sogenannte gerichtliche Sanierung – an Bedeutung gewonnen.⁷²⁸ Bereits bei Ablösung der Konkursordnung durch die Insolvenzordnung zum 01.01.1999 war es Anliegen des Gesetzgebers, eine Verbesserung der Sanierungsmöglichkeiten in der Insolvenz herbeizuführen.⁷²⁹ Mit Inkrafttreten des ESUG hat der

⁷²³ § 1 Satz 1 InsO.

⁷²⁴ Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen; veröffentlicht im BGBl. Teil I Nr. 64 vom 07.12.2011, S. 2582 ff.

⁷²⁵ Vgl. Uhlenbruck (2016b), S. 431.

⁷²⁶ Zu den Insolvenzantragsgründe nach § 15a InsO i. V. m. §§ 17 ff. InsO vgl. auch Kapitel 5.3.

⁷²⁷ Vgl. Pauw (2016), S. 169 f.; vgl. Endlweber (2013).

⁷²⁸ Vgl. Pauw (2016), S. 49; vgl. Schmidt (2016), S. 427.

⁷²⁹ Bereits im Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Insolvenzverordnung wurde darauf verwiesen, dass es „der wohl folgenschwerste Mangel“ der bis dato geltenden Konkursordnung war, dass den Beteiligten kein

Gesetzgeber ein sanierungsrechtliches Instrumentarium zur Verfügung gestellt, das nicht nur zu einer weitgehenden Entstigmatisierung des Insolvenzrechtes führte, sondern auch verstärkte Anreize schafft, einen frühzeitigen Insolvenzantrag zu stellen, um damit frühzeitig geordnete Umstrukturierungsmaßnahmen einzuleiten.⁷³⁰

Bei der Sanierung von geschlossenen Fonds ist zu berücksichtigen, dass nach § 11 Abs. 2 Nr. 1 InsO vorgesehen ist, dass auch Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit – also Fondsgesellschaften in der Rechtsform der GbR, der OHG, der KG und der GmbH & Co. KG – insolvenzfähig sind und damit die Insolvenz auch über das Vermögen der Gesellschaft selbst eröffnet wird.⁷³¹ § 11 InsO geht dabei vom Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft aus, woraus geschlossen werden kann, dass die (Personen-)Gesellschaft selbst als Rechtssubjekt anzusehen ist. Nur bei der GbR geht der Gesetzgeber nach § 11 Abs. 2 Nr. 1 davon aus, dass die GbR den Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit zuzurechnen ist. Damit vertritt der Gesetzgeber die Auffassung, dass die Handelsgesellschaften und die GbR gleich zu behandeln sind, da die GbR nicht selten als Träger eines Unternehmens am Geschäftsverkehr teilnimmt.⁷³²

Grundsätzlich ist das (Regel-)Insolvenzverfahren ein auf die Verwertung der Insolvenzmasse ausgerichtetes Verfahren. Sowohl die übertragene Sanierung als auch die Liquidation enden mit Auflösung und (bei juristischen Personen) Löschung des insolventen Rechtsträgers;⁷³³ der Insolvenzverwalter hat das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen zu verwerten (§ 159 InsO) und entsprechend den gesetzlichen Vorschriften an die Gläubiger zu verteilen (§§ 187 ff. InsO). Mit dem Insolvenzplanverfahren nach §§ 217 ff. InsO wurde durch den Gesetzgeber die Möglichkeit geschaffen, eine Unternehmung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens zu sanieren und eine *„einvernehmliche Bewältigung der Insolvenz im Wege von Verhandlungen und*

„funktionsfähiger rechtlicher Rahmen für die Sanierung notleidender Unternehmen“ zur Verfügung gestellt wurde, vgl. BT-Drucksache 12/2443, S. 73.

⁷³⁰ Vgl. Schmidt (2016), S. 431.

⁷³¹ Vgl. Walch (2006), S. 188.

⁷³² Zur Insolvenzfähigkeit von Fondsgesellschaften vergleiche ausführlich Walch (2006), S. 188 ff. und Pauw (2016), S. 168 f. Zur (Teil-)Rechtsfähigkeit der (Außen-)GbR siehe auch Kapitel 3.2.1 bzw. vgl. Bost und Halfpap (2013), S. 38 und die BGH-Grundsatzurteile II ZR 331/00 vom 29.01.2001 und II ZR 56/02 vom 07.04.2003.

⁷³³ Vgl. Abel (2017), S. 458 f.

*privatautonomem Austauschprozessen zu ermöglichen“.*⁷³⁴ Es sollen Wege eröffnet werden, auf denen Gläubiger unter Umständen eine bessere Befriedigung durch Unternehmensfortführung oder eine „geregelt“ Verwertung erzielen können, als dies im Regelinsolvenzverfahren der Fall wäre.⁷³⁵ Möglich sind hier etwa Zahlungen aus zukünftigen Gewinnen, Ratenzahlungsvereinbarungen, Forderungsverzichte, Besserungsscheine usw.⁷³⁶ Mittels eines Insolvenzplanverfahrens wird nicht nur die Unternehmung saniert (z. B. im Rahmen der übertragenen Sanierung profitabler Geschäftsbereiche), sondern gleichzeitig auch der Unternehmensträger, also der juristische Mantel des Geschäftsbetriebes.⁷³⁷ Nach § 218 Abs. 1 Satz 1 InsO sind der Insolvenzverwalter sowie der Schuldner selbst zur Vorlage eines Insolvenzplanes berechtigt.⁷³⁸ Der (sehr detaillierte) Insolvenzplan setzt sich im Wesentlichen aus einem darstellenden und einem gestaltenden Teil zusammen. Während im darstellenden Teil der Ist-Zustand der Gesellschaft beschrieben sowie die geplanten wirtschaftlichen Maßnahmen erläutert werden, sind im gestaltenden Teil die zur Sanierung der Gesellschaft zu treffenden Maßnahmen organisatorischer und gestaltender Art und deren jeweilige Auswirkung auf die Rechtsposition der Beteiligten darzulegen.⁷³⁹ Mittels des Insolvenzplanes sollen die Beteiligten umfassend über die Situation der Gesellschaft sowie die geplanten Maßnahmen informiert und so in die Lage versetzt werden, eine fundierte Entscheidung zu treffen.⁷⁴⁰ Idealerweise führt die Umsetzung des Insolvenzplanes zur Aufhebung des Insolvenzverfahrens nach § 258 InsO. Mit der Aufhebung des Insolvenzverfahrens durch das betreuende Gericht leben dann in der Regel auch die alten Führungs- und Eigentümerstrukturen wieder auf; die Unternehmung kann wieder uneingeschränkt selbstständig und ohne unmittelbare gerichtliche Aufsicht geführt werden.⁷⁴¹

⁷³⁴ Vgl. BT-Drucksache 12/2443, S. 90.

⁷³⁵ Vgl. Bauer (2016), S. 746; vgl. auch Niering und Hillebrand (2012), S. 51.

⁷³⁶ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 51.

⁷³⁷ Vgl. Bauer (2016), S. 746. Sofern nicht nach den Neuregelungen des ESUG, § 217 Satz 2 InsO in die Anteilseignerrechte eingegriffen wird.

⁷³⁸ Zum Ablauf eines Insolvenzplanverfahrens vgl. ausführlich Bauer (2016), S. 746 ff.; vgl. sehr ausführlich Schmidt et al. (2016a), Kapitel 8 und Abel (2017), S. 458 ff.

⁷³⁹ Zum notwendigen Inhalt eines Insolvenzplanes vgl. auch §§ 219 ff. InsO.

⁷⁴⁰ Vgl. Pauw (2016), S. 176 f.; vgl. auch Niering und Hillebrand (2012), S. 51.

⁷⁴¹ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 51.

Bei der Eigenverwaltung (§§ 270 ff. InsO)⁷⁴² handelt es sich um keine eigenständige Verfahrensart, sondern um eine Modifikation des Planinsolvenzverfahrens. Wesentlicher Unterschied zum Regelinsolvenzverfahren ist, dass anstatt der Bestellung eines Insolvenzverwalters die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnisse (§ 80 InsO) beim Schuldner verbleiben (§§ 274 Abs. 1, 282 InsO) und die in der Regel durch den Insolvenzverwalter wahrgenommenen Aufgaben durch den Schuldner bzw. bei juristischen Personen durch das geschäftsführende Organ als sogenannte Eigenverwaltung unter der Aufsicht eines Sachverwalters erfüllt werden. Die Eigenverwaltung zielt darauf ab, mit Hilfe eines Insolvenzplanverfahrens den insolventen Rechtsträger dauerhaft zu erhalten und zu sanieren, ohne die Eigenständigkeit des Unternehmens unnötig zu beschneiden.⁷⁴³ Durch die Bestellung der geschäftsführenden Organe zum Eigenverwalter wird es möglich, bestehende Kenntnisse und Erfahrungen der Geschäftsführung zu nutzen, die bei einem Insolvenzverwalter, der bisher nicht für die Unternehmung tätig war, nicht vorhanden sind.⁷⁴⁴ Die Eigenverwaltung gibt dem Schuldner die Möglichkeit, Liquiditäts- und Sanierungskonzepte selbst zu erarbeiten und umzusetzen.⁷⁴⁵ Von der Eigenverwaltung verspricht sich der Gesetzgeber diverse Vorteile: Sie soll die Akzeptanz eines Insolvenzverfahrens für den Schuldner erhöhen und ihn so motivieren, frühzeitig eine Sanierung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens einzuleiten. Weitere Vorteile sind eine erhöhte Verfahrensökonomie⁷⁴⁶ aufgrund kürzerer Sanierungsphasen und entsprechend geringerer Verfahrenskosten sowie eine Verbesserung des Sanierungserfolges dank der Mitwirkung der sachkundigen Geschäftsführung ohne Auslagerung dieser auf einen unkundigen Insolvenzverwal-

⁷⁴² Zur Eigenverwaltung vgl. auch ausführlich Abel (2017), S. 486 ff., Bauer (2016), S. 725 ff., Spliedt (2016), S. 959 ff.

⁷⁴³ Vgl. Abel (2017), S. 486.

⁷⁴⁴ Vgl. Abel (2017), S. 486. Der Begriff des „Eigenverwalters“ wurde in der Praxis entwickelt und ist in der Insolvenzverordnung nicht definiert. Der Eigenverwalter wird, anders als der Insolvenzverwalter, nicht vom Insolvenzgericht bestellt, vielmehr kann das Insolvenzgericht mittelbar Einfluss auf die Bestellung des Eigenverwalters nehmen, indem es die Eigenverwaltung ablehnt, wenn es die handelnden geschäftsführenden Organe für nicht ausreichend geeignet hält.

⁷⁴⁵ Vgl. Pauw (2016), S. 190.

⁷⁴⁶ Bei der „Bestellung“ der geschäftsführenden Organe zum Eigenverwalter sind – anders als bei der Bestellung eines unternehmensfremden Insolvenzverwalters – keine Einarbeitungszeiten notwendig. Gleichzeitig kann davon ausgegangen werden, dass das Image einer Eigenverwaltung bei Kunden und Lieferanten wesentlich besser ist als das eines „fremden“ Insolvenzverwalters, der ins Unternehmen geholt wird. Langjährige Kunden- und Lieferantenbeziehungen können leichter durch das kontinuierlich agierende geschäftsführende Organ weiter gepflegt und genutzt werden. Die Vergütung des notwendigen Sachverwalters beträgt zudem 60 % der Regelvergütung eines Insolvenzverwalters, sodass von geringen Verfahrenskosten ausgegangen werden kann.

ter.⁷⁴⁷ Gleichwohl ist hierbei zu berücksichtigen, dass dieses Verfahren nicht dazu geeignet ist, mangelhafte Strukturen aufzubrechen und neue zu etablieren. Ist dies nötig, so ist unter Umständen – insbesondere vor dem Hintergrund eines eventuell in der Vergangenheit erfolgten Missmanagements – ein Austausch der bisherigen Führungsriege durchaus sinnvoll. Wesentliche Neuerung in der Insolvenzordnung im Rahmen der Reform durch das ESUG war neben der Reformierung der Eigenverwaltung auch die Einführung eines sogenannten Schutzschirmverfahrens nach § 270b InsO.⁷⁴⁸ Mittels des Schutzschirmverfahrens erlangt der Schuldner – hat sein Antrag Erfolg – ein maximal dreimonatiges Moratorium, das ihm die Möglichkeit gibt, unter dem Schutz des Insolvenzverfahrens in eigener Regie einen Insolvenzplan zu erarbeiten.⁷⁴⁹

6.4.2. Außergerichtliche Sanierung des Unternehmensträgers

Mit dem Eintritt der gesetzlichen Insolvenzantragsgründe nach §§ 17 und 19 InsO stoßen außergerichtliche Sanierungsbemühungen an faktische, aber auch an rechtliche Grenzen.⁷⁵⁰ Die Drei-Wochen-Frist nach § 15a Abs. 1 Satz 1 InsO verschafft der Geschäftsführung des kriselnden Unternehmens trotz Vorliegens eines Insolvenzgrundes einen Zeitraum, eine erfolgversprechende Sanierung zunächst zu versuchen. Allerdings ist zu beachten, dass die gesetzliche Frist in den meisten Fällen zu kurz ist und damit einen Stressfaktor darstellen kann, der einer erfolgreichen außergerichtlichen Sanierung entgegenwirkt.⁷⁵¹ Insbesondere bei geschlossenen (Immobilien-)Fonds wird es aufgrund der Vielzahl der Anleger schon allein organisatorisch schwer möglich sein, in diesen drei Wochen ein mit den Stakeholdern abgestimmtes Sanierungskonzept zu erarbeiten und einen gültigen Gesellschafterbeschluss auf Ebene der Gesellschafter herbeizuführen. Es ist davon auszugehen, dass Gläubiger nur dann einer Stundung oder einem (teilweisen) Verzicht von Forderungen zustimmen werden, wenn sich die Gesellschafter der Unternehmung entsprechend beteiligen.

⁷⁴⁷ Vgl. BT-Drucksache 12/2443, S. 223 ff. Vgl. Bauer (2016), S. 726.

⁷⁴⁸ Zum Schutzschirmverfahren vgl. auch ausführlich Abel (2017), S. 496 ff., Bauer (2016), S. 740 ff., Spliedt (2016), S. 959, 989 ff.

⁷⁴⁹ Vgl. Pauw (2016), S. 191.

⁷⁵⁰ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 155.

⁷⁵¹ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 155.

Erklärtes Ziel muss es daher sein, möglichst frühzeitig zu der Erkenntnis zu gelangen, dass eine Krisensituation droht oder möglicherweise bereits besteht, und dann unverzüglich zu handeln.⁷⁵² Nur so haben die Stakeholder die Möglichkeit, eine Sanierung der Gesellschaft ohne Mitwirkung des Gerichtes bzw. unter Einhaltung gesetzlicher Regularien zu begleiten.⁷⁵³ Eine außergerichtliche Sanierung bietet sowohl für das Krisenunternehmen und seine (organ-schaftlichen) Vertreter als auch für seine Gläubiger und Anteilseigner Vorteile. Hierzu zählen unter anderem Diskretion, Flexibilität, größere Effizienz, geringere Verfahrenskosten und kürzere Verfahrensdauern;⁷⁵⁴ Sanierungskonzepte können entwickelt und Sanierungsbausteine besser aufeinander abgestimmt und aufgebaut werden. Eine außergerichtliche Sanierung ist unabhängig vom Erreichen einer bestimmten Krisensituation anwendbar und beinhaltet zu-meist freie Vereinbarungen zwischen Schuldner und Gläubiger. In der Regel stunden Gläubiger kurzfristig Zins- und Tilgungsbeiträge oder verzichten (teilweise) auf Forderungen (ggf. mit Besserungsschein).⁷⁵⁵ Damit werden die (drohenden) Insolvenzantragsgründe eliminiert, wodurch der sanierungsbedürftigen Gesellschaft eine letzte Möglichkeit zur freien Sanierung eingeräumt wird.

Bis zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens besteht grundsätzlich keine Verpflichtung, wirtschaftliche Schwierigkeiten offenzulegen.⁷⁵⁶ Für gewöhnlich kann davon ausgegangen werden, dass eine öffentlich bekannt gewordene Krise zu weiteren Schwierigkeiten führen wird. Insbesondere die finanzierende Bank, Mietinteressenten und Bestandsmieter, aber auch vom Fonds beauftragte (Dienstleistungs-)Unternehmen können nach Bekanntwerden einer Krise ggf. zurückhaltend reagieren, Aufträge ablehnen oder Vorkasse verlangen, was den laufenden Geschäftsbetrieb zusätzlich erschwert. Gleichwohl ist festzustellen, dass auch eine

⁷⁵² Vgl. Hüttinger (2015), S. 146 ff.

⁷⁵³ In diesem Fall wird von Stakeholdern – also nicht nur den Gläubigern, sondern auch der Fondsgesellschaft und den Anteilseignern – gesprochen, da angenommen werden muss, dass bei einem außergerichtlichen Sanierungsverfahren i. d. R. ein Schuldner nur dann bereit ist, einen Sanierungsbeitrag zu leisten, wenn auch die davon Profitierenden ihren Anteil beitragen.

⁷⁵⁴ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 153.; vgl. Hüttinger (2015), S. 68 ff.

⁷⁵⁵ Zu den Sanierungsbausteinen der Banken vgl. Kapitel 6.6 und Auswertungen zu Frage 9 in Kapitel 8.3.2.

⁷⁵⁶ Vgl. Hüttinger (2015), S. 69 f. Anders verhält es sich nach § 15 WpHG i. V. m. Art. 17 Abs. 1 Unterabsatz 1 MMVO bei börsennotierten Aktiengesellschaften. Diese sind verpflichtet, Informationen über Umstände bekannt zu geben, die dazu geeignet sind, den Börsenkurs eines Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Da geschlossene (Immobilien-)Fonds i. d. R. nicht in der Rechtsform der (börsennotierten) Aktiengesellschaft emittiert werden, spielt dies hier keine Rolle.

außergerichtliche Sanierung nicht ohne jegliche Publizität auskommt, da zumindest diejenigen Stakeholder zu informieren sind, welche die außergerichtliche Sanierung begleiten sollen.

Des Weiteren kann unterstellt werden, dass eine freie Sanierung schneller und kostengünstiger durchgeführt werden kann, sofern sie gut vorbereitet, mit allen Beteiligten abgestimmt und geplant wurde.⁷⁵⁷ Eine konsequente und damit kurze Verfahrensdauer geht mit geringen (Prozess-)Kosten (z. B. Gerichtskosten, Kosten eines Insolvenzverfahrens und Beraterhonoraren) und für alle Beteiligten mit einer geringen wirtschaftlichen und psychischen Belastung einher;⁷⁵⁸ gleichzeitig können kürzere Zahlungsziele bis hin zur Vorkasse, abgebrochene Geschäftsbeziehungen und die Abwanderung (potenzieller Neu-)Kunden/Mieter etc. vermieden werden. Gerade diese eingesparten Kosten können sich positiv auf die Liquidität des zu sanierenden Unternehmens auswirken, was dazu führt, dass eine nachhaltige Sanierung des Unternehmens, höhere Zuteilungsquoten bei den Gläubigern und das Ziel der Anteilseigner (zukünftige Gewinnerzielung) schneller erreicht werden können.⁷⁵⁹

Ferner ist anzunehmen, dass eine freie Sanierung allein schon aufgrund fehlender Prozessvorschriften schneller und flexibler umzusetzen ist.⁷⁶⁰ Zahlreiche Rechtsbehelfe (z. B. der Minderheitenschutz nach § 251 InsO oder die sofortige Beschwerde nach § 253 InsO), ein gesetzlich normiertes Korsett sowie die Bestellung eines „unternehmensunkundigen“ Insolvenzverwalters nach § 56 i. V. m. § 22 Abs. 1 InsO haben erhebliche Einbußen in Bezug auf die Flexibilität der Sanierungsbemühungen zur Folge. Sie können langwierige Verzögerungen aufgrund der vorherrschenden Sanierungsbedürftigkeit und des damit einhergehenden Liquiditätsengpases bewirken, was wiederum zum Scheitern der Sanierung führen kann.⁷⁶¹ Im Zusammenhang damit sind – mit Ausnahme der Zustimmung zur Eigenverwaltung nach §§ 270 ff. InsO – ein Erhalt der Entscheidungskompetenzen, die erweiterte Flexibilität sowie die fehlenden gesetzlichen Regelungen wesentlicher Vorteil der freien Sanierung.⁷⁶²

⁷⁵⁷ Vgl. Haarmeyer (2008).

⁷⁵⁸ Vgl. Hüttinger (2015), S. 70 f., S. 73. Vgl. Eidenmüller (1999), S. 331.

⁷⁵⁹ Vgl. Hüttinger (2015), S. 70 f., 77.

⁷⁶⁰ Vgl. Eidenmüller (1999), S. 332 ff., S. 337 f.

⁷⁶¹ Vgl. Eidenmüller (2009); vgl. Eidenmüller (1999), S. 337 f.

⁷⁶² Vgl. Hüttinger (2015), S. 75.

Idealerweise entspricht das Sanierungskonzept dem IDW S 6 und damit in weiten Teilen dem Insolvenzplan, was im Fall eines Scheiterns der außergerichtlichen Sanierung den Vorteil hat, dass das bereits erarbeitete Konzept (ggf. mit wenigen Änderungen) dem Gericht als Insolvenzplan vorgelegt werden kann. In Bezug auf die gesetzlichen Antragspflichten ist festzuhalten, dass die Uhr im Rahmen eines außergerichtlichen Sanierungsversuches weiter tickt. Im Fall des Scheiterns bestehen nur selten weitere Möglichkeiten, eine erneute freie Sanierung zu versuchen, da immer weniger Zeit zur Verfügung steht und verfügbare finanziellen Ressourcen weiter verringert wurden.⁷⁶³

Die freie Sanierung bringt neben der Gefahr des Vorwurfs der Verschleierung der wirtschaftlichen Situation und der eingeschränkten Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten ein weiteres nicht unwesentliches Problem mit sich: Sobald in Forderungsrechte eingegriffen wird, müssen grundsätzlich alle Gläubiger zustimmen.⁷⁶⁴ Regeln, denen zufolge die (qualifizierte) Mehrheit der Gläubiger – anders als im Insolvenzverfahren – entscheidet, existieren nicht. Verweigert auch nur ein Gläubiger seine Zustimmung zum Sanierungskonzept, gilt dieses in der Regel als gescheitert. Nach aktueller Rechtsprechung entfaltet ein außergerichtlicher Sanierungsvergleich eine Bindungswirkung nur für diejenigen Gläubiger, die ihn geschlossen haben. Sogenannte Akkordstörer sind grundsätzlich auch dann nicht gehindert, ihre Ansprüche gegen den Schuldner uneingeschränkt durchzusetzen, wenn eine ganz überwiegende Mehrheit der Gläubiger einen derartigen Vergleich befürwortet.⁷⁶⁵

Im Rahmen der außergerichtlichen Sanierung muss es daher gelingen, die Beteiligten davon zu überzeugen, dass eine frühzeitig erkannte Krise und rechtzeitig eingeleitete Sanierungsmaßnahmen eine erfolgreiche Sanierung versprechen. Um die Vorteile der freien Sanierung herauszuarbeiten, empfiehlt es sich, ein alternatives Insolvenzscenario zu erarbeiten und dieses den Stakeholdern vorzulegen. Maßgeblich für den Erfolg eines außergerichtlichen Sanierungskonzeptes muss es daher sein, die kapitalgebenden Stakeholder davon zu überzeugen, dass sie weniger erreichen werden, wenn sie ihr Interesse auf dem Weg einer gerichtlichen Zwangsvollstreckung durchsetzen, und dass mit einer erfolgreichen außergerichtlichen

⁷⁶³ Vgl. Haarmeyer (2008).

⁷⁶⁴ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 156; vgl. Haarmeyer (2008).

⁷⁶⁵ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 156; BGH, Urteil vom 12.12.1991, IX ZR 178/91.

Sanierung wieder eine dauerhafte Werthaltigkeit bzw. nachhaltige Erträge für alle Beteiligten erzielt werden können.⁷⁶⁶

Um eine konstruktive Verhandlungsführung zu gewährleisten, ist es sinnvoll, einen externen und unabhängigen Sanierungsberater einzuschalten. Neben den für die Aufarbeitung der Ist-Situation, das Erarbeiten von Lösungsansätzen und das Erstellen von Sanierungskonzepten notwendigen Kompetenzen verfügen Sanierungsberater idealerweise über Expertise in der Verhandlungsführung⁷⁶⁷ und der (Gesellschafter-)Kommunikation. Als unabhängiges Organ fungieren sie als Mittler zwischen den Gesellschaftern und Banken; insbesondere dann, wenn Treuhänder und Geschäftsführung mit dem Initiator verbunden sind und nicht ausgetauscht werden sollen.⁷⁶⁸ Hinzu kommt, dass die auf Sanierungen geschlossener Immobilienfonds spezialisierte Berater über entsprechendes Know-how verfügen und so entsprechend effektiver an einer Sanierung mitwirken können.

6.5. Sanierungsbeitrag der Gesellschafter

Das wohl einfachste und gleichzeitig wichtigste Mittel zur Sanierung eines Immobilienfonds ist die Zuführung frischer Liquidität über die vorhandene (oder ergänzte) Eigentümerstruktur. Vor 2013 wurden geschlossene Immobilienfonds in der Regel in der Rechtsform der Personengesellschaft aufgelegt.⁷⁶⁹ Aufgrund dessen wird nachfolgend nur auf die Kapitalmaßnahmen der Personengesellschaften eingegangen.

Nach Feststellung der Sanierungsfähigkeit und der daraus abgeleiteten Sanierungswürdigkeit bedarf es der zügigen Umsetzung von Kapitalmaßnahmen, um den Totalverlust und damit die wirtschaftliche und insbesondere die juristische Inanspruchnahme der Gesellschafter zu vermeiden.⁷⁷⁰ Ein Anreiz zur Mitwirkung an einer Sanierung ist dann gegeben, wenn die

⁷⁶⁶ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 525.

⁷⁶⁷ Vgl. Neusel et al. (2005), S. 90 f. Zur Notwendigkeit der Krisenkommunikation vgl. Kapitel 7. Vgl. hierzu auch Kapitel 8.3.3, Frage 16.

⁷⁶⁸ Vgl. Neusel et al. (2005), S. 90 f.

⁷⁶⁹ Zu den Personengesellschaften zählen die Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die Kommanditgesellschaft, die GmbH & Co. KG als Sonderform der Kommanditgesellschaft sowie in seltenen Fällen auch die offene Handelsgesellschaft. Kapitalgesellschaften fanden vor 2013 bei geschlossenen Immobilienfonds keine Anwendung.

⁷⁷⁰ Insbesondere gilt dies für die persönlich unbeschränkte Haftung eines GbR- oder OHG-Gesellschafters.

Beteiligten durch Mitwirkung an der Sanierung betragsmäßig hinter den sonst vorhandenen wirtschaftlichen (Haftungs-)Risiken zurückbleiben und durch die Beteiligung an einer Sanierung der „innere Wert“ der Beteiligung nachhaltig gesteigert werden kann.⁷⁷¹

6.5.1. Auffüllen ausstehender Gesellschafterbeiträge und der Haft- und Pflichteinlagen

Gesellschafter eines geschlossenen Immobilienfonds haben sich mit Beitritt verpflichtet, Einlagen bzw. Beiträge in das Gesellschaftsvermögen zu leisten. Die Beitragspflicht wird in den Gesellschaftsverträgen bzw. den Beitrittserklärungen zur Gesellschaft festgehalten. Mitunter kommen Gesellschafter ihrer Verpflichtung zur Erbringung der Einlagen und Beiträge nicht nach. In einem ersten Schritt sollte daher im Rahmen einer bevorstehenden Sanierung geprüft werden, ob frische Liquidität durch das Beibringen der vertraglich vereinbarten aber ausstehenden Beiträge in die Gesellschaft gebracht werden kann, wobei davon ausgegangen werden muss, dass Gesellschafter, die bis zum Eintritt der Sanierungsbedürftigkeit ihre Einlagen noch nicht (vollständig) erbracht haben, auch im Zuge einer Sanierung nur schwer zu motivieren sein dürften. Sowohl die GbR als auch die OHG benötigen grundsätzlich kein Mindestkapital, da die Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der Unternehmung persönlich und unbeschränkt gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft haften.⁷⁷² Gleichwohl sieht das BGB im Innenverhältnis der Gesellschafter zueinander eine Verpflichtung jedes einzelnen Gesellschafters vor, die im Gesellschaftsvertrag vereinbarten Beträge in die Gesellschaft einzubringen.⁷⁷³

⁷⁷¹ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 525. Auf Ebene der Gesellschafter stehen neben der klassischen (Eigen-)Kapitalerhöhung sowie dem Gesellschafter- und Nachrangdarlehen weitere Möglichkeiten zur Verfügung. Neben der Umwandlung von (Gesellschafter-)Forderungen in Eigenkapital (vgl. Schmidt (2009), S. 209 f., S. 252 ff. Zum Debt-Equity-Swap vgl. auch Kapitel 8.6.5.) können typische und atypische Beteiligungen diskutiert werden. Zu berücksichtigen ist hier, dass die Zufuhr liquider Mittel aus der Begründung einer typisch stillen Beteiligung mehr als eine Kreditzufuhr (Beseitigung der Zahlungsunfähigkeit, nicht aber Beseitigung der Überschuldung) denn als Zufuhr haftenden Kapitals zu verstehen ist (vgl. Schmidt (2009), S. 210). Die Zufuhr atypischer Beteiligungen hingegen kommt der Beteiligung eines Kommanditisten sehr nahe, was bedeutet, dass damit auch die Überschuldung der Gesellschaft beseitigt werden kann (vgl. Schmidt (2009), S. 210). Die beiden zuletzt genannten Sanierungsbausteine kommen im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds nur sehr selten vor, weshalb auf sie in der vorliegenden Arbeit nicht weiter eingegangen werden soll.

⁷⁷² Für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften alle Gesellschafter analog § 128 HGB als Gesamtschuldner. Nach § 421 BGB kann ein Gläubiger seine Forderung wahlweise gegen einen, mehrere oder alle Gesellschafter geltend machen und deren gesamtes Privatvermögen vollstrecken. Vgl. auch Kapitel 3.2.1.

⁷⁷³ Nach § 705 BGB verpflichten sich die Gesellschafter durch den Gesellschaftsvertrag gegenseitig; die dort genannten Beträge in die Gesellschaft einzubringen.

Im Gegensatz zur Haftung des GbR- oder OHG-Gesellschafters ist die Haftung des KG-Gesellschafters den Gläubigern der Kommanditgesellschaft gegenüber auf die von ihm gezeichnete Kommanditeinlage beschränkt.⁷⁷⁴ Nach § 171 Abs. 1 HGB haftet „*der Kommanditist [...] den Gläubigern gegenüber bis zur Höhe seiner Einlage unmittelbar; die Haftung ist ausgeschlossen, soweit die Einlage erbracht ist.*“ Die Erbringung der Einlage einer Kommanditgesellschaft ist dabei gesondert geregelt. Zu unterscheiden ist hier zwischen der von den Gesellschaftern zu erbringenden Hafteinlage, die im Handelsregister eingetragen wird und damit die Haftung des Kommanditisten im Außenverhältnis gegenüber den Gläubigern beschränkt,⁷⁷⁵ und der von den Kommanditisten zu erbringenden Pflichteinlage, die das Innenverhältnis zwischen den Gesellschaftern betrifft, und die im Gesellschaftsvertrag niedergeschrieben ist. In der Praxis weichen diese beiden Beträge meist voneinander ab; die Hafteinlage beträgt in der Regel nur einen Bruchteil der vom Gesellschafter zu erbringenden Pflichteinlage. Mit der Reduktion der Hafteinlage und der Eintragung dieser im Handelsregister soll das Risiko des einzelnen Kommanditisten gegenüber den Gläubigern auf ein Minimum reduziert werden.⁷⁷⁶

6.5.2. (Eigen-)Kapitalerhöhung

Reichen die ausstehenden Beträge der Gesellschafter nicht aus, um die Gesellschaft zu sanieren, muss frisches Eigenkapital durch Beitragserhöhung beschafft werden. Eine Verpflichtung zur Zuführung frischer Mittel besteht bei Personengesellschaften nicht; eine Beitragserhöhung ist gesetzlich nicht geregelt.⁷⁷⁷ Gemäß § 707 BGB i. V. m. § 105 Abs. 3 HGB und § 161 Abs. 2 HGB sind die Gesellschafter einer Personengesellschaft ebenfalls nicht verpflichtet, im Fall einer Sanierungsbedürftigkeit ihre Beträge zu erhöhen, um den Geschäftsbetrieb im Interesse der Gläubiger im bisherigen Umfang weiterzuführen.⁷⁷⁸

Personengesellschaften können ihr Eigenkapital im Rahmen der Selbstfinanzierung oder durch zusätzliche Kapitaleinlagen erhöhen. Die Kapitaleinlage kann von Altgesellschaftern, aber

⁷⁷⁴ §§ 128 ff. HGB i. V. m. § 171 ff. HGB; § 161 Abs. 1 HGB; vgl. auch Bach (2010), S. 63 f. und Berwanger (2013); vgl. auch § 171 Abs. 1 HGB.

⁷⁷⁵ Vgl. Berwanger (2013), vgl. auch Bach (2010), S. 64.

⁷⁷⁶ Vgl. auch Kapitel 3.2.2.

⁷⁷⁷ Vgl. Bach (2010), S. 113.

⁷⁷⁸ Vgl. Bach (2010), S. 113; vgl. auch Walch (2006), S. 84. Zu berücksichtigen ist hierbei allerdings die Rechtsprechung des BGH von 2009 und 2011 (Stichwort „Sanieren oder Ausscheiden“). Siehe hierzu Kapitel 6.5.5.

auch durch die Aufnahme neuer Gesellschafter geschehen. Im Rahmen der Selbstfinanzierung werden üblicherweise Teile des erwirtschafteten Gewinnes nicht an die Gesellschafter ausgeschüttet, sondern verbleiben in der Gesellschaft. Dieser Art der Eigenkapitalerhöhung dürfte im Rahmen der Sanierung notleidender geschlossener Fonds kaum eine bedeutende Rolle zukommen, da ja per se in einer Schieflage nicht zu erwarten ist, dass die Gesellschaft nennenswerte Gewinne erwirtschaften wird, die durch Umwidmung dem Eigenkapital zugeführt werden können. Vielmehr ist wohl das Ausbleiben der Verzinsung des durch die Gesellschafter eingebrachten Eigenkapitals ein erstes Indiz der Sanierungsbedürftigkeit.⁷⁷⁹ Auch das Finden neuer Gesellschafter, die bereit sind, sich am unternehmerischen Risiko zu beteiligen und frisches Kapital zur Verfügung zu stellen, dürfte für eine Gesellschaft in der Krise äußerst schwierig sein, zumal jene dann auch für die bisherigen Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften würden.⁷⁸⁰ Eine Kapitalerhöhung durch Aufnahme neuer Mitgesellschafter findet in einer Publikumpersonengesellschaft allerdings kaum statt, was nicht verwundert, da eine solche dem Grundgedanken einer geschlossenen Kapitalanlage widerspricht – deren Sinn ist es ja gerade, dass nach vollständiger Platzierung der Fonds geschlossen wird.⁷⁸¹

Daher sind in erster Linie die Altgesellschafter gefordert, im Rahmen der Eigenkapitalerhöhung Liquidität zuzuführen,⁷⁸² da sie ohnehin das Insolvenzrisiko tragen.⁷⁸³ Eine Kapitalerhöhung durch die Altgesellschafter sowie die Aufnahme neuer Gesellschafter zur Erhöhung des Eigenkapitalanteiles der Gesellschaft bedürfen, soweit es die Satzung der Gesellschaft nicht anders vorsieht, eines Beschlusses der Gesellschafterversammlung.⁷⁸⁴ Unter Umständen ist

⁷⁷⁹ Im Rahmen der Experteninterviews wurden hierzu unterschiedliche Aussagen getroffen. Während die befragten Experten aus dem „Lager“ der Anleger davon ausgehen, dass bereits dann eine Krise vorliegt, wenn die Eigenkapitalverzinsung aussetzt, hat der überwiegende Anteil der Befragten dies verneint und auf das unternehmerische Risiko und den Tatbestand der Insolvenzantragsgründe verwiesen. Insofern kann die verringerte bzw. ausbleibende Verzinsung lediglich ein Indiz für eine möglicherweise folgende Sanierungsbedürftigkeit gedeutet werden. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage 6.

⁷⁸⁰ Zur Haftung des eintretenden Gesellschafters vgl. §§ 28, 130, 173 HGB. Vgl. hierzu auch Kapitel 5.7.2 und 6.5.4.

⁷⁸¹ Vgl. Glauer (2014), S. 22 f., S. 112.

⁷⁸² Vgl. Glauer (2014), S. 112; vgl. auch Walch (2006), S. 81.

⁷⁸³ Vgl. Walch (2006), S. 81.

⁷⁸⁴ Zur Kapitalerhöhung in der Personengesellschaft vgl. § 119 HGB. Vgl. auch Glauer (2014), S. 112. Vgl. auch ausführlich Hüttinger (2015), S. 245 ff. Bei Beschlüssen in einer Personengesellschaft gilt gem. § 709 Abs. 1 BGB und § 119 Abs. 1 HGB das Einstimmigkeitsprinzip. Durch (genaueste) Regelungen im Gesellschaftsvertrag kann

hierfür eine Anpassung des Gesellschaftsvertrages nötig, da es bei einer möglicherweise asymmetrisch stattfindenden Kapitalerhöhung der Altgesellschafter oder bei der Aufnahme von neuen Gesellschaftern zu einer Veränderung der Beteiligungsverhältnisse und damit zu einer Veränderung der Mitbestimmungs- und Ertragsverhältnisse kommt.

Ob die Gesellschafter bereit sind, frisches Eigenkapital zuzuführen, hängt neben der Sanierungsfähigkeit und der daraus abgeleiteten Sanierungswürdigkeit maßgeblich von der Rechtsform der Gesellschaft ab.⁷⁸⁵ Im Fall einer Liquidation der Gesellschaft müssen GbR-Gesellschafter entsprechend der gesellschaftsvertraglichen Vereinbarungen quotal den Fehlbetrag der Gesellschaft tilgen.⁷⁸⁶ Mit seiner Entscheidung vom 21.05.2007 (II ZR 96/06) hat der BGH entschieden, dass auch ein GbR-Gesellschafter nicht zu Nachschüssen in die Gesellschaft verpflichtet ist. Im Fall leistungsunwilliger oder -unfähiger Mitgesellschafter ist ggf. davon auszugehen, dass solvente Gesellschafter Haftungsanteile von Mitgesellschaftern gegenüber Gläubigern zunächst persönlich und vollumfänglich übernehmen müssen und erst im Innenverhältnis gegenüber den Mitgesellschaftern ein Ausgleich stattfinden kann.⁷⁸⁷ Angesichts der privaten Haftung werden Gesellschafter der GbR oder OHG vermutlich versuchen, jedenfalls soweit die Leistungsfähigkeit des Einzelnen besteht, entsprechende liquide Mittel aufzubringen, um so eine wirtschaftlich sinnvolle Lösung herbeizuführen.⁷⁸⁸

Anzunehmen ist, dass sich die Situation im Fall einer zu sanierenden Kommanditgesellschaft anders darstellt. Die Haftung der Gesellschafter ist hier auf die Höhe der Hafteinlage beschränkt. Ob aus Sicht der Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft ein Sanierungsanreiz besteht, hängt maßgeblich davon ab, ob die Hafteinlage in die Gesellschaft vollständig

das Einstimmigkeitsprinzip auch in eine einfache oder qualifizierte Mehrheitsentscheidung umgewandelt werden.

⁷⁸⁵ Die Gesellschafter einer GbR können individuell für die Gesamtschuld der Gesellschaft in Anspruch genommen werden (vgl. 421 ff. BGB). Nach § 128 HGB haften die Gesellschafter dem Gläubiger gegenüber als Gesamtschuldner persönlich. Die Haftung des Kommanditisten wird dabei nach § 161 Abs. 1 i. V. m. § 171 HGB auf die Höhe seiner Hafteinlage beschränkt.

⁷⁸⁶ Zur Nachschusspflicht bei Verlusten einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts siehe § 735 Satz 1 BGB. Nach § 426 Abs. 1 Satz 1 BGB hat der als Gesamtschuldner in Anspruch genommene GbR-Gesellschafter gegenüber seinen Mitgesellschaftern einen Anspruch auf Ausgleich der überproportional in Anspruch genommenen Höhe.

⁷⁸⁷ Zur Nachschusspflicht bei Verlusten einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts, bei der nicht alle Gesellschafter zahlungsfähig sind, gilt § 735 Satz 2 BGB. Zu hinterfragen ist die Solvenz der übrigen Mitgesellschafter.

⁷⁸⁸ Vgl. Glauer (2014), S. 112.

erbracht wurde und nicht etwa aufgrund einer Einlagenrückgewähr an den Gesellschafter zurückgeflossen ist. Nur im Fall einer unvollständig erbrachten Hafteinlage – gleich aus welchem Grund – muss der Gesellschafter bis zur Höhe seiner Einlage gegenüber den Gläubigern persönlich haften.⁷⁸⁹ Ansonsten trägt der KG-Gesellschafter, außer der Gefahr des Verlustes des eingesetzten und im Insolvenzfall wohl verlorenen Eigenkapitals, keine wirtschaftlichen Risiken. Gelingt es, mit der Bereitstellung frischer Liquidität, also der aktiven Begleitung eines nachhaltigen Sanierungskonzeptes, die Gesellschaft wieder werthaltig zu machen, besteht nach erfolgreicher Umsetzung die Möglichkeit, den Verlust des ursprünglich investierten (Eigen-)Kapitals zu verhindern, zu verringern oder sogar das verloren geglaubte Eigenkapital wieder werthaltig zu machen.⁷⁹⁰

In jedem Fall geht eine Kapitalerhöhung nebst Erhöhung der Eigenkapitalquote mit einer entsprechenden Liquiditätszufuhr einher. Beides führt dazu, dass die Insolvenzantragsgründe der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit und der Überschuldung gleichermaßen beseitigt werden. Zu guter Letzt sei angemerkt, dass ein sich an einer Sanierung beteiligender Gesellschafter stets auch ein positives Signal in Richtung der (sanierungswilligen) Gläubiger sendet – also auch dadurch schon dazu beiträgt, die Situation des Fonds zu verbessern.

6.5.3. Haftungsrisiken des (Kommandit-)Gesellschafters durch persönliche Inanspruchnahme nach § 172 Abs. 4 HGB

Gemäß § 172 Abs. 4 HGB haften die Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft unmittelbar den Gläubigern der Gesellschaft gegenüber, solange die zugesagte Hafteinlage nicht vollständig erbracht ist. Sollte die Hafteinlage eines KG-Gesellschafters aufgrund nicht einbezahlter oder zu einem späteren Zeitpunkt zurückerhaltener Einlagen gemindert sein,⁷⁹¹ so lebt die Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Objektgesellschaft bis zur Höhe seiner Kommanditeinlage (Hafteinlage) wieder auf.⁷⁹² Das Wiederaufleben der Haftung ist dabei in § 172 Abs. 4 HGB Satz 1 und 2 geregelt. Hier heißt es: „Soweit die Einlage eines

⁷⁸⁹ § 172 Abs. 4 HGB. Vgl. hierzu Kapitel 6.5.3.

⁷⁹⁰ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 526.

⁷⁹¹ § 172 Abs. 3 HGB i. V. m. § 171 Abs. 1 HGB.

⁷⁹² § 172 Abs. 4, Satz 1 und 2. Vgl. auch Bost und Halfpap (2013), S. 33 ff.

Kommanditisten zurückbezahlt wird, gilt sie den Gläubigern gegenüber als nicht geleistet. Das Gleiche gilt, soweit ein Kommanditist Gewinnanteile entnimmt, während sein Kapitalanteil durch Verlust unter den Betrag der geleisteten Einlage herabgemindert ist, oder soweit durch die Entnahme der Kapitalanteil unter den bezeichneten Betrag herabgemindert wird.“ Unter „Rückzahlung“ versteht man Liquiditätsabflüsse aus der Gesellschaft an die Gesellschafter, die nicht durch erwirtschaftete Gewinne gedeckt sind, sondern dem Gesellschaftsvermögen (Eigen- oder Fremdkapital) entnommen wurden.⁷⁹³ Ist die Haftung des Kommanditisten aus vorgenannten Gründen gegenüber den Gläubigern wieder aufgelebt, so kann ein Gläubiger der Gesellschaft verlangen, dass der Kommanditist seine Hafteinlage bis zum Betrag wieder auffüllt, mit dem er im Handelsregister zur Haftung gegenüber Dritten verpflichtet ist.⁷⁹⁴ Die durch die Auffüllung der Hafteinlage der Gesellschaft zufließenden liquiden Mittel können dann dazu verwendet werden, Zins- und Tilgungsleistungen zu erbringen oder aber eine Sondertilgung auf die begebene Finanzierung zu leisten.

Insbesondere bei geschlossenen Immobilienfonds traten in den ersten Jahren erwünschte steuerliche Verluste auf. Verstärkt wurde der Effekt noch bei steueroptimierten Anlageprodukten der 1990er Jahre, bei denen erhebliche Verlustzuweisungen, Sonderabschreibungen und erhöhte Werbungskosten im Jahr der Errichtung geltend gemacht werden konnten. In der Regel verfügten die Gesellschaften dennoch über liquide Mittel, die aufgrund von gesellschaftsvertraglichen Regelungen bzw. aufgrund von Gesellschafterbeschlüssen an die Gesellschafter ausgekehrt wurden. Eine Ausschüttung in den Anfangsjahren der Gesellschaft wurde den Gesellschaftern bereits im Fondsprospekt in Aussicht gestellt, um so in den ersten Jahren nach der Gründung der Gesellschaft eine (vermeintliche) Rendite auf das in die Gesellschaft eingebrachte Eigenkapital darstellen zu können.

In den am 12.03.2013 vom Bundesgerichtshof gesprochenen Urteilen II ZR 73/11 und II ZR 74/11 wurde klargestellt, dass die (Fonds-)Gesellschaft selbst keinen Anspruch auf die Rückzahlung der an die Gesellschafter ausgeschütteten Einlagen hat. Dennoch bleibt die Haftung gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft bestehen. Insbesondere in wirtschaftlich schlechten Zeiten haben damit Gläubiger der Gesellschaft – allen voran das finanzierende Institut –

⁷⁹³ Vgl. Bost und Halpap (2013), S. 33 ff.

⁷⁹⁴ § 172 Abs. 4 HGB.

einen Anspruch auf Rückzahlung der an die Gesellschafter ausgeschütteten Einlagen. Spätestens bei einer (drohenden) Insolvenz mussten sich die Gesellschafter im Klaren darüber sein, dass, sollten sie die berechtigter Weise von der Fondsgesellschaft geforderten Rückzahlungen nicht freiwillig in die Gesellschaft einbringen und so die Sanierung der Gesellschaft gefährden, diese Ansprüche durch einen dritten Gläubiger – notfalls auf dem juristischen Weg – geltend gemacht werden würden. In diesem Fall musste der sanierungsunwillige Gesellschafter darüber hinaus damit rechnen, nicht nur für die Wiederauffüllung seiner Hafteinlage aufkommen zu müssen, sondern auch für die verursachten Gerichts- und Anwaltskosten. Bei der nach § 172 Abs. 4 HGB beschriebenen Haftung ist allerdings zwischen der Pflichteinlage eines Gesellschafters gemäß Beitrittserklärung und der im Handelsregister eingetragenen Hafteinlage zu unterscheiden. Regelmäßig wird die Pflichteinlage eines Gesellschafters ein Vielfaches der im Handelsregister eingetragenen Hafteinlage betragen. Dies führt dazu, dass ein Gesellschafter einer Fondsgesellschaft von Drittgläubigern nur in der Höhe in Anspruch genommen werden kann, in der die nicht durch Gewinne gedeckten Ausschüttungen die Hafteinlage unterschreiten.⁷⁹⁵

6.5.4. Kapitalschnitt mit anschließender Kapitalerhöhung

In wirtschaftlich schlechten Zeiten können Verluste in der Gesellschaft dazu führen, dass das Grundkapital der Gesellschaft (größtenteils) aufgezehrt wird. Den geschmolzenen/geschwundenen Vermögenswerten der Gesellschaft steht im schlimmsten Fall dann nur noch das Fremdkapital gegenüber. Wie zuvor in Kapitel 6.5.2 erläutert, kommt eine klassische Kapitalerhöhung im Rahmen einer disquotalen Beteiligung der Altanleger und vor dem Hintergrund der Aufnahme neuer Anleger nur selten in Betracht, da die im Rahmen der erfolgten Sanierung erwirtschafteten Gewinne zunächst mit den alten Verlustvorträgen der Altanleger zu verrechnen sind⁷⁹⁶ und die neuen Anleger damit zunächst auch für die erwirtschafteten Verluste mitaufkommen müssten – für letztere eine sehr unattraktive Aussicht. Mit Hilfe des

⁷⁹⁵ Vgl. Bach, A. (2010), S. 64. Rechenbeispiel: Hat sich ein Gesellschafter mit einer Pflichteinlage von 10.000 EUR an einer Kommanditgesellschaft beteiligt, wurde im Handelsregister aber „nur“ eine Hafteinlage von 1.000 EUR eingetragen, kann der Gesellschafter somit zunächst 9.000 EUR an nicht durch Gewinne gedeckten Ausschüttungen erhalten, bis die Haftung gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft wiederauflebt. Demnach haftet der Kommanditist nur für den die 9.000 EUR übersteigenden Anteil gegenüber Gläubigern der Gesellschaft, solange bis seine Hafteinlage in Höhe von 1.000 EUR wieder aufgefüllt wurde.

⁷⁹⁶ Vgl. Schellberg (2017), S. 95 f.; vgl. Hüttinger (2015), S. 344.

Kapitalschnittes wird auf die bilanzielle Restrukturierung einhergehend mit einer Neuaufnahme von Eigenkapital sanierungswilliger Altgesellschafter als auch neu beitretender Gesellschafter abgezielt.⁷⁹⁷

Im Zuge eines Kapitalschnittes kann eine, nur als Sanierungsmaßnahme zulässige, Kapitalherabsetzung vorgenommen werden. Hierbei findet eine Umgliederung von Grund-/Stammkapital in verschiedene Rücklagenpositionen innerhalb des bilanziellen Eigenkapitals unter Beibehaltung des Vermögensstatus statt.⁷⁹⁸ Bei Personengesellschaften wird in der Regel mit Beschluss der Gesellschafterversammlung zunächst das Eigenkapital nominell um den Anteil des Verlustvortrages herabgesetzt, sodass zukünftig erzielte Gewinne nicht vorab zum Ausgleich des Verlustes genutzt werden müssen, sondern direkt zur Verzinsung der Kapitalanteile der Anleger dienen können. Eine Kapitalherabsetzung allein kann die Überschuldung allerdings nicht beseitigen: Es werden lediglich die das Gesellschaftsvermögen übersteigenden Verluste ausgeglichen.

<u>vor Kapitalherabsetzung</u>				<u>nach Kapitalherabsetzung</u>			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
Vermögen	10.000	gezeichnetes Kapital	3.000	Vermögen	10.000	gezeichnetes Kapital	2.000
		Verlustvortrag	1.000			Verbindlichkeiten	8.000
		Verbindlichkeiten	8.000				
Summe	10.000	Summe	10.000	Summe	10.000	Summe	10.000
Eigenkapitalquote entspricht 20 %				Eigenkapitalquote entspricht 20 %			

Abbildung 27: Vereinfachte beispielhafte Bilanz vor und nach Herabsetzung des Eigenkapitals⁷⁹⁹

Mit dem Kapitalschnitt hingegen wird erreicht, dass die in der Gesellschaft vorhandenen Verluste ausschließlich durch die Altgesellschafter getragen werden, sofern infolge der Kapitalherabsetzung sämtliche Verluste durch das in der Gesellschaft vorhandene bilanzielle Eigenkapital gedeckt sind. Zur Sanierung der Gesellschaft ist daher nach erfolgter Kapitalherabsetzung immer auch eine Kapitalerhöhung in Verbindung mit der Einbringung frischer liquider

⁷⁹⁷ Zum Kapitalschnitt im Allgemeinen vgl. ausführlich Hüttinger (2015), S. 344 ff.; vgl. auch Schellberg (2017), S. 95 ff.; vgl. auch Knecht und Haghani (2014), S. 354 ff.; vgl. Brinkmann et al. (2016), S. 162.

⁷⁹⁸ Vgl. Knecht und Haghani (2014), S. 355 f.

⁷⁹⁹ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Knecht und Haghani (2014), S. 355 und Schellberg (2017), S. 96.

Mittel notwendig.⁸⁰⁰ Sofern die Kapitalherabsetzung nicht dazu ausgereicht hat, die Verluste der Gesellschaft bilanziell zu beseitigen (auch Buchsanierung genannt), müssen die durch die Kapitalerhöhung eingebrachten Mittel zunächst dazu verwendet werden, die nicht durch die Kapitalherabsetzung beseitigten Verluste auszugleichen.⁸⁰¹ Der den Verlust überschießende Anteil der zugeführten liquiden Mittel aber kann dazu verwandt werden, eine wieder tragfähige Kapitaldecke aufzubauen.⁸⁰²

<u>nach Kapitalherabsetzung</u>				<u>nach Kapitalerhöhung</u>			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
Vermögen	10.000	gezeichnetes Kapital	2.000	Vermögen	12.000	gezeichnetes Kapital	4.000
		Verbindlichkeiten	8.000			Verbindlichkeiten	8.000
Summe	10.000	Summe	10.000	Summe	12.000	Summe	12.000
Eigenkapitalquote entspricht 20 %				Eigenkapitalquote entspricht 33,3 %			

Abbildung 28: Vereinfachte Bilanz vor und nach Erhöhung des Eigenkapitals⁸⁰³

Das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital kann durch die Zuführung der frischen liquiden Mittel entspannt werden. Nur durch das Einbringen neuer liquider Mittel, die den Verlustanteil übersteigen, kann verhindert werden, dass die Gesellschaft alsbald wieder in die Gefahr der Überschuldung und damit erneut in die Insolvenz gerät.

Ein Kapitalschnitt kostet den Gesellschafter in doppelter Hinsicht Geld. Zum einen verzichtet er (teilweise) auf seine bereits eingelegte – allerdings zum Zeitpunkt des Kapitalschnittes wertlos gewordene – Eigenkapitaleinlage, zum anderen muss er im Zuge der nachfolgenden Kapitalerhöhung frisches Geld in die Gesellschaft einbringen.

Die Kapitalherabsetzung zum Ausgleich der Verluste benachteiligt die Gläubiger der Gesellschaft nicht, da das effektiv in der Gesellschaft noch vorhandene Eigenkapital unverändert bleibt. Sofern sich die Gesellschaft aber bereits in einem Insolvenzverfahren befindet (oder ein solches droht), ist darauf zu achten, dass die durch Neu- und Altgesellschafter in die

⁸⁰⁰ Vgl. Walch (2006), S. 122; vgl. auch Schellberg (2017), S. 95 f.

⁸⁰¹ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 409.

⁸⁰² Vgl. Walch, M. (2006), S. 122.

⁸⁰³ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Knecht und Haghani (2014), S. 356.

Gesellschaft neu eingebrachten liquiden Mittel nicht in die Insolvenzmasse fallen und damit möglicherweise nicht im vollen Umfang für die Sanierung zur Verfügung stehen.⁸⁰⁴ Insofern ist darauf zu achten, dass vor Beschluss der Gesellschafterversammlung zum Kapitalschnitt mit allen Altgläubigern ein Forderungsverzicht vereinbart wird, damit die frischen liquiden Mittel nicht den Altgesellschaftern zu-, sondern in die Sanierungsbemühungen einfließen.⁸⁰⁵ Der Kapitalschnitt ist eines der effektivsten Sanierungsmittel zur Beseitigung der Insolvenzeröffnungsgründe.⁸⁰⁶ Darüber hinaus wird durch die Kombination der Kapitalherabsetzung und anschließender -erhöhung nicht nur den Interessen der Altgesellschafter zum Erhalt der Unternehmung, sondern ebenfalls den Interessen der anteilsübernehmenden Neugesellschafter Rechnung getragen.⁸⁰⁷ Vor allem die zunächst durchgeführte Kapitalherabsetzung zur Beseitigung der Verluste dient der Attraktivitätssteigerung für sanierungswillige Altgesellschafter sowie dazu, neue Investoren zu überzeugen, in ein krisengeschütteltes Unternehmen zu investieren und auf diesem Weg zum eigenen Vorteil am Turnaround mitzuwirken.⁸⁰⁸ Hinsichtlich geschlossener Immobilienfonds ist die Aufnahme von Neugesellschaftern differenziert zu betrachten, denn bei einem geschlossenen Fonds ist von vornherein per se eine begrenzte Anzahl an Gesellschaftern vorgesehen. Dies kann sich im Sanierungsfall anders darstellen. Mit der durch die Kapitalerhöhung verbundene Zufuhr neuer Liquidität können die Insolvenzantragsgründe (drohende) Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung beseitigt werden.⁸⁰⁹

6.5.5. Sanieren oder Ausscheiden

Es ist anzunehmen, dass Gesellschafter immer dann freiwillig ihren Sanierungsbeitrag leisten, wenn sie dadurch eine Verringerung ihres individuellen Haftpotenzials erreichen können.⁸¹⁰ Haften die Gesellschafter hingegen nicht persönlich für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft,

⁸⁰⁴ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 409.

⁸⁰⁵ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 409.

⁸⁰⁶ Vgl. Hüttinger (2015), S. 361.

⁸⁰⁷ Vgl. Hüttinger (2015), S. 361.

⁸⁰⁸ Vgl. Hüttinger (2015), S. 361.

⁸⁰⁹ Zur Auswirkung der Kapitalerhöhung auf die Insolvenzantragsgründe nach §§ 17 InsO vgl. Hüttinger (2015), S. 298 ff., 353.

⁸¹⁰ Etwa durch die Vermeidung der direkten, persönlichen Inanspruchnahme gem. § 128 HGB i. V. m. § 421 BGB oder dem Wiederauffüllen der Haftung nach § 172 Abs. 4 HGB.

so ist eine Sanierung ungleich schwerer zu bewerkstelligen, da die Anreize der Haftungsreduktion in diesem Fall nicht bestehen.⁸¹¹ Gleichwohl kann eine positive Sanierungswürdigkeit einhergehend mit einer positiven Sanierungsfähigkeit vorhanden sein, sofern die Gesellschafter bereit sind, Sanierungsbeiträge zu leisten.

Trotz positiver Fortführungsprognose und offensichtlicher Vorteile für sie sind Anleger mitunter nicht gewillt oder (wirtschaftlich) nicht in der Lage, sich an einer Sanierung zu beteiligen. Handelt es sich um einige wenige Gesellschafter mit zu vernachlässigenden (Sanierungs-)Beiträgen, kann eine Sanierung gleichwohl stattfinden, wenn die von den übrigen Anlegern zu erbringenden Sanierungsbeiträge dazu ausreichen, eine Sanierung positiv zu begleiten und das Sanierungsvorhaben dann auch aus Sicht der Bank und Objektgesellschaft (Immobilie) immer noch attraktiv erscheint.⁸¹² Alternativ kann überlegt werden, ob die ausstehenden Sanierungsbeiträge der sanierungsunwilligen Gesellschafter durch die sanierungswilligen Gesellschafter übernommen werden können.

Reicht das durch die sanierungswilligen Gesellschafter zur Verfügung gestellte neue Kapital nicht aus, droht die Sanierung der Gesellschaft in Gänze zu scheitern. Dann entstehen die typischen Konflikte zwischen sanierungswilligen und -unwilligen Gesellschaftern. Ein solches als Kollektivhandlungsrisiko bezeichnetes Phänomen ist in Sanierungssituationen häufig anzutreffen.⁸¹³ Kollektiv nützliche Maßnahmen scheitern hierbei aufgrund des opportunistischen Verhaltens Einzelner, wodurch die Ausfälle aller Betroffenen noch höher sind, als sie eigentlich sein müssten.⁸¹⁴ Für den individuellen Gesellschafter besteht grundsätzlich die Motivation, die Sanierungsbemühungen der sanierungswilligen Gesellschafter zu unterlaufen und auf die Sanierungsbereitschaft der übrigen Gesellschafter zu spekulieren, um so wirtschaftlich das Beste aus der (ggf. erfolgreichen) Sanierung herauszuholen, ohne dabei ein wirtschaftliches Risiko einzugehen. Denn gelingt die Sanierung trotz fehlender Beteiligung der sanierungsunwilligen

⁸¹¹ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 526.

⁸¹² Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 525.

⁸¹³ Vgl. Bitter (2010), S. 147 f.

⁸¹⁴ Vgl. Eidenmüller (1999), S. 346. Sofern von einer positiven Fortführungsprognose ausgegangen werden kann, tragen sanierungsunwillige Gesellschafter durch eine Verzögerung und damit Verteuerung des Sanierungsvorhabens zur Vernichtung von Vermögenswerten bei. Schlimmstenfalls droht die Sanierung unter Verlust von Sanierungsbeiträgen der Gläubiger ggf. einhergehend mit einem Totalausfall des investierten Eigenkapitals zu scheitern.

Gesellschafter, so partizipieren auch diese an den zukünftigen (Liquidations-)Erlösen, ohne hierfür eigene Sanierungsbeiträge eingesetzt zu haben.⁸¹⁵

Können die notwendigen Sanierungsbeiträge aufgrund des unkooperativen Verhaltens Einzelner nicht (in der nötigen Höhe) zusammengetragen werden, so steigt die Wahrscheinlichkeit, dass andere Gesellschafter ebenfalls davon absehen, (weitere) Sanierungsbeiträge zu leisten. Sollte aufgrund dessen das erforderliche Volumen an Sanierungsbeiträgen nicht erreicht werden, wird auch die notwendige Beteiligung der Gläubiger ausbleiben. Die Sanierung droht in Gänze zu scheitern.⁸¹⁶ Dieses Scheitern mit der Möglichkeit des Totalverlustes, einer eventuellen Haftung der Beteiligten und dem Verzicht auf mögliche Sanierungserfolge ist für alle Beteiligten (auch die sanierungsunwilligen Gesellschafter) die wohl schlechteste Lösung. Dabei haben die sanierungsunwilligen Gesellschafter noch nicht einmal Sanktionen oder Nachteile zu befürchten, da nach § 707 BGB kein Gesellschafter zur Übernahme von zusätzlichen Beiträgen gezwungen werden kann. Es gilt, dass jeder Gesellschafter nach eigenem Ermessen für oder gegen eine (sanierende) Kapitalerhöhung oder -herabsetzung stimmen kann. Gleichwohl ist diese individuelle Entscheidung an Treupflichten des Gesellschafters gebunden. Demgemäß kann die Abgabe einer Nein-Stimme zum sanierenden Gesellschafterbeschluss, wenn diese dem Gesellschafter keinen Vorteil und die Kapitalerhöhung keinen unzumutbaren Nachteil bringt, ausnahmsweise treupflichtwidrig sein.⁸¹⁷

Gesellschafter, die einem Sanierungskonzept in Verbindung mit Nachschüssen im Rahmen der Gesellschafterversammlung nicht zugestimmt und/oder an der Sanierung der Gesellschaft nicht teilgenommen haben, verbleiben prinzipiell dennoch in der Gesellschaft.⁸¹⁸ Insofern stellte sich in Bezug auf die Vielzahl der zu sanierenden Immobilienfondsgesellschaften die Frage, inwieweit solche „Trittbrettfahrer“⁸¹⁹ in bestimmten Fällen dennoch aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden können.

⁸¹⁵ Vgl. Watzl (2014), S. 5.

⁸¹⁶ Vgl. Eidenmüller (1999), S. 346; vgl. auch Wittig (2009), S. 266 ff.

⁸¹⁷ Vgl. Brinkmann et al. (2016), S. 165.

⁸¹⁸ Zu prüfen wäre hier, ob ein sich nicht an der mehrheitlich beschlossenen Sanierung beteiligender Gesellschafter gem. § 737 BGB „aus wichtigem Grund“ aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden könnte. Siehe hierzu Watzl (2014), S. 9 f., S. 11.

⁸¹⁹ Vgl. Eidenmüller (1999), S. 346. Vgl. auch Bitter (2010), S. 147 f.

Mit seinem vielbeachteten Urteil „Sanieren oder Ausscheiden“ hat der Bundesgerichtshof zu dieser Frage 2009 eindeutig Stellung bezogen, und dem Grundsatz des Verbleibens in der Gesellschaft auch bei Verweigerung der Teilnahme an der Sanierung damit auf den ersten Blick scheinbar widersprochen.⁸²⁰ Denn dem BGH zufolge resultiert aus der gesellschaftlicher Treuepflicht die Verpflichtung eines sanierungsunwilligen Gesellschafters, sich entweder an der aussichtsreichen (!) Sanierung mit neuen Einlagen zu beteiligen oder unter Ausgleich eines fiktiven Auseinsetzungsfehlbetrages aus der zahlungsunfähigen und überschuldeten Gesellschaft auszuscheiden.⁸²¹ Sanierungsunwillige Gesellschafter sind durch die Treuepflicht zur Zustimmung zu einem Gesellschafterbeschluss über den Ausschluss verpflichtet, wenn sie beim Ausscheiden aus der Gesellschaft nicht schlechter stünden als bei einer sofortigen Liquidation der Gesellschaft.⁸²²

Tatsächlich steht das Urteil nicht im Gegensatz zu dem schon betonten Prinzip, dass sanierungsunwillige Gesellschafter grundsätzlich nicht aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden können, da dies eine mit § 707 BGB unvereinbare Nachschusspflicht mit sich brächte. Hierbei handelt es sich jedoch um ein Missverständnis, denn bei dem hier verhandelten Fall, über den der Bundesgerichtshof urteilte, handelte es sich um eine überschuldete und zahlungsunfähige Gesellschaft. Für Fälle einer sanierungsbedürftigen, aber nicht überschuldeten Gesellschaft hat die Entscheidung vom 19.10.2009 keine unmittelbare Bedeutung, wie der Bundesgerichtshof mit seiner sogenannten Abgrenzungsentscheidung 2011 noch einmal bestätigt hat.⁸²³

Mit der neuen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes von 2009 und 2011 wurde in Bezug auf die Sanierung geschlossener Immobilienfonds ein Schritt in die richtige Richtung unternommen. Grundsätzlich hält der BGH an § 707 BGB fest, wonach ein Gesellschafter im Sanierungsfall zu Nachschüssen nicht gezwungen werden kann. Gleichwohl wurde ein Konzept

⁸²⁰ BGH, Urteil vom 19.10.2009, II ZR 240/08.

⁸²¹ Vgl. ausführlich Schäfer (2012), S. 85; vgl. hierzu auch Watzl (2014), S. 16. BGH, Urteil vom 19.10.2009, II ZR 240/08. Der das Urteil prägende Satz lautet, dass die „nicht zahlungsbereiten Gesellschafter aus gesellschaftlicher Treuepflicht jedenfalls dann verpflichtet [sind], diesem Gesellschafterbeschluss [über ihr Ausscheiden] zuzustimmen, wenn sie infolge ihrer mit dem Ausscheiden verbundenen Pflicht, den auf sie entfallenden Auseinsetzungsfehlbetrag zu leisten, finanziell nicht schlechter stehen als sie im Falle der sofortigen Liquidation stünden.“

⁸²² Vgl. Watzl (2014), S. 16; vgl. Brinkmann et al. (2016), S. 165.

⁸²³ BGH, Urteil vom 25.01.2011, II ZR 122/09; vgl. auch Schäfer (2012), S. 85.

entwickelt, wie mit sanierungsunwilligen Gesellschaftern im Rahmen einer beschlossenen Sanierung umzugehen ist. Zu unterscheiden ist hierbei, ob die Gesellschaft sich bereits in der (rechnerischen) Überschuldung befindet oder ob die Überschuldung noch nicht eingetreten ist.

Für eine (rechnerisch) nicht überschuldete Gesellschaft bedarf es richtigerweise eines Sanierungskonzeptes, das einerseits die Interessen der nicht sanierungswilligen Gesellschafter unter Beachtung des § 707 BGB berücksichtigt, andererseits aber verhindert, dass die Sanierungsunwilligen von der durch die sanierungswilligen Gesellschafter durchgeführten Sanierung profitieren.⁸²⁴ Die angemessene Rechtsfolge liegt in der Korrektur der Beteiligungsquoten, sodass die sanierungsunwilligen Gesellschafter im Fall zukünftiger (Liquidations-)Erlöse nicht ungerechtfertigt begünstigt werden. Sofern das Vermögen der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung noch durch ihr Festkapital gedeckt ist, ist eine Kapitalerhöhung von den sich an der Sanierung beteiligenden Gesellschaftern durchzuführen. Ist das Festkapital hingegen nicht mehr vollständig abgedeckt, ist zunächst ein Kapitalschnitt mit anschließender Kapitalerhöhung durchzuführen. Die sich nicht an der Sanierung Beteiligten haben damit faktisch eine Verwässerung ihrer Beteiligungsquote hinzunehmen.⁸²⁵ Im Grundsatz gilt also, dass der Kapitalschnitt die Grenze dessen markiert, was nicht sanierungsbereite Gesellschafter hinzunehmen haben, da bei einer (rechnerischen) Überschuldung der Kapitalanteil des sanierungsunwilligen Gesellschafters lediglich auf null herabgesetzt werden kann und diese dann ohne einen Kapitalanteil in der Gesellschaft verbleiben. Anders als bei einer GmbH führt das Herabsetzen des Kapitalanteiles auf null bei einer Personengesellschaft also nicht automatisch zum Verlust der Mitgliedschaft. Da Gesellschaftern ohne Kapitalanteil zukünftig weder Gewinnanteile noch Abfindungs- oder Stimmrechte zustehen, besteht kein schutzwürdiges Interesse mehr am Verbleib des nicht an der Sanierung mitwirkenden Gesellschafters in der Gesellschaft.⁸²⁶ Der Verbleib des sanierungsunwilligen Gesellschafters könnte lediglich noch dazu dienen, die Pflicht zum sofortigen Ausgleich des Auseinandersetzungsfehlbetrages zu

⁸²⁴ Vgl. Schäfer (2012), S. 85.

⁸²⁵ Zu den Ausführungen vgl. Schäfer (2012), S. 85. Zur Funktion der Kapitalerhöhung und des Kapitalschnittes vgl. Kapitel 6.5.2 und 6.5.4.

⁸²⁶ Zum Ausschluss eines Gesellschafters vgl. § 737 BGB.

vermeiden, um auf einen Sanierungserfolg einhergehend mit der Reduktion des Auseinsetzungsfehlbetrages zu hoffen, zu dem jener dann nichts beigetragen hat.⁸²⁷

Nach Feststellung eines wichtigen Grundes⁸²⁸ für den Ausschluss eines sanierungsunwilligen Gesellschafters stellt sich die Frage nach den Konsequenzen für den Ausscheidenden. Hier hat der BGH in seinem Urteil II ZR 122/09 vom 25.01.2011 lediglich auf § 739 BGB verwiesen, wonach ein ausscheidender Gesellschafter den auf ihn entfallenden Auseinsetzungsfehlbetrag zu übernehmen hat. § 707 BGB, wonach ein Gesellschafter zu Nachschüssen nicht verpflichtet werden kann, findet in diesem Fall keine Anwendung.⁸²⁹ Ungeklärt bleibt mit zuvor genanntem Urteil, wie der de facto fiktive Fehlbetrag, der nur in den seltensten Fällen etwas mit dem tatsächlichen (Ertrags-)Wert der Gesellschaft zu tun haben wird, nachhaltig und unanfechtbar zu ermitteln ist.⁸³⁰

6.5.6. Freiwillige Sanierungsbeiträge in Form von Gesellschafter- oder Nachrangdarlehen

Neben den in den Kapiteln 6.5.1 bis 6.5.5 behandelten Sanierungsbeiträgen der Gesellschafter kommen weitere freiwillige Sanierungsbeiträge der Gesellschafter in Frage. Unter der Prämisse, dass die Gesellschaft mittels der eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen erfolgreich weitergeführt werden kann, wird sich der sanierungswillige Gesellschafter dahingehend Gedanken machen müssen, ob neben den eingeleiteten Eigenkapitalmaßnahmen weitere Fremdkapitalmaßnahmen umsetzungswürdig oder ggf. sogar notwendig sind.

Gesellschafter- oder Nachrangdarlehen werden auch immer dann in Erwägung gezogen, wenn ein überwiegender Teil der Altgesellschafter nicht gewillt oder nicht in der Lage ist, eine (Eigen-)Kapitalerhöhung durchzuführen oder die vorhandenen Sicherheiten nicht mehr dazu

⁸²⁷ Vgl. Schäfer (2012), S. 89.

⁸²⁸ Zum Ausschluss eines Gesellschafters aus wichtigem Grund bedarf es eines Gesellschafterbeschlusses mit Dreiviertelmehrheit einhergehend mit einer Ausschlussklage der Gesellschaft gegen den ausscheidenden Gesellschafter. Das Ausscheiden aus wichtigem Grund ist lediglich unter sehr bestimmten Voraussetzungen möglich, da es sich faktisch um eine zivilrechtliche Enteignung handelt. Ein wichtiger Grund zum Ausschluss eines Gesellschafters kann dann vorliegen, wenn sich aus der Gesamtabwägung ergibt, dass den übrigen Gesellschaftern das Fortführen des Gesellschaftsverhältnisses unzumutbar ist. Dies ist z. B. dann der Fall, wenn der Gesellschafter seinen gesetzlichen Treuepflichten nicht nachkommt. Vgl. hierzu BGH, Urteil vom 19.10.2009, II ZR 240/08.

⁸²⁹ Vgl. Schäfer (2012), S. 90.

⁸³⁰ Vgl. Schäfer (2012), S. 90.

ausreichen, die von den finanzierenden Instituten gegebenen Fremdmittel abzusichern bzw. wenn die Fondsgesellschaft in der typischen Krisensituation keine neuen finanziellen Mittel mehr erhält.⁸³¹

In der Regel wird das finanzierende Institut im Grundbuch nicht im Rang zurücktreten, sodass die von den Gesellschaftern gegebenen Darlehen entweder im Rang hinter dem finanzierenden Institut im Grundbuch einzutragen sind oder aber als Blankodarlehen von den Gesellschaftern an die Gesellschaft begeben werden. Dies wird insbesondere dann der Fall sein, wenn die Gesellschaft eine Reihe von (Kleinst-)Darlehen z. B. im Rahmen einer Beschlussfassung der Gesellschafterversammlung in Verbindung mit einer quotalen Übernahme des notwendigen Sanierungsbeitrages aufnimmt. Da ein Nachrangdarlehen nicht mit den Sicherheiten eines Erstrangdarlehens ausgestattet ist und ggf. sogar über den üblichen Beleihungsauslauf hinausgeht, wird ein Gesellschafter immer nur dann ein Nachrangdarlehen an die Gesellschaft begeben, wenn er davon überzeugt ist, dass mit Hilfe seiner Liquiditätsspritze die Gesellschaft aus der Sanierung geführt und wieder rentabel und werthaltig gemacht werden kann. Da der Gesellschafter mit der Vergabe seines Nachrangdarlehens ein erhöhtes Risiko eingeht, wird er sich das erhöhte Risiko mit einer erhöhten Verzinsung vergüten lassen. In wirtschaftlich schlechten Zeiten, in der es die überschüssige Liquidität der Gesellschaft nicht zulässt, die auf das Nachrangdarlehen vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen zu bedienen, können diese durch den Darlehensgeber gestundet werden, bis die Liquidität in der Gesellschaft ausreicht, die gestundeten Beträge auszukehren oder aber das Anlagevermögen liquidiert wird.⁸³²

Im Liquidationsfall wird dann zunächst das verbleibende Darlehen des Erstranggläubigers, des finanzierenden Institutes, zurückgezahlt. Erst im Anschluss kann ein eventuell überschüssiger Betrag aus dem Liquidationserlös dazu verwendet werden, Ansprüche aus ggf. vorhandenen Nachrangdarlehen zu bedienen.⁸³³ Hierbei wird man zunächst die (gestundeten) Zinsen bedienen und sodann die Nachrangdarlehen zurückführen. Sollte nach Wegfertigung der Nachrangdarlehen noch Liquidität verbleiben, wird diese quotale auf die Eigenkapitalgeber verteilt. Im Fall einer erfolgreichen Sanierung ist dann der sanierungswillige Gesellschafter im Gegensatz

⁸³¹ Vgl. Brinkmann et al. (2016), S. 184; vgl. Schellberg (2008), S. 107.

⁸³² Vgl. Schellberg (2008), S. 107.

⁸³³ Vgl. Hüttinger (2015), S. 385.

zum sanierungsunwilligen bessergestellt, da er im erfolgreichen Liquidationsfall nicht nur Teile seines eingezahlten Eigenkapitals zurückerhält, sondern auch noch an Zinserträgen aus einer als Nachrangdarlehen begebenen Finanzspritze partizipiert („Wasserfallprinzip“).

Das eigentlich als klassisches Fremdkapital einzustufende (Gesellschafter-)Darlehen kann unter Umständen eine über die Fremdkapitalfunktion hinausgehende Bedeutung erlangen. Mit entsprechenden Vereinbarungen zwischen den Darlehensgebern und -nehmern kann dem (Gesellschafter-)Darlehen ein gewisser Eigenkapitalfaktor beigegeben werden, um so die Kreditwürdigkeit der Gesellschaft zu erhöhen.⁸³⁴ Im Zuge der Verbesserung von Bonität und Rating wiederum kann es gelingen, mit der Bank einen höheren Beleihungsauslauf und damit eine Aufvalutierung der begebenen oder zu prolongierenden Finanzierung zu vereinbaren, dies ggf. in Verbindung mit positiv risikoadjustierten Fremdkapitalzinsen, die zur Entlastung der laufenden Liquidität beitragen können.

Rechtlich gesehen, handelt es sich beim Gesellschafter- oder Nachrangdarlehen um ein Darlehen im Sinne des §§ 488 ff. BGB in Verbindung mit zusätzlichen juristischen und betriebswirtschaftlichen Besonderheiten.⁸³⁵ Wesentliche Elemente der Ausgestaltung sind der zuvor erwähnte Rangrücktritt, eine geringere Besicherung sowie eine flexible Vergütungsstruktur. Die Rangrücktrittsvereinbarung zielt dabei im Wesentlichen auf die Schaffung von Rangverhältnissen zwischen den Gläubigern der Gesellschaft ab. Eine gesetzliche Rangfolge nicht gesicherter Gläubiger gibt es nicht.⁸³⁶ Der Umfang des Rangrücktrittes, also welcher Gläubiger hinter welchem Rang zurücktritt, kann von den Parteien nach Gutdünken vereinbart werden. Gleichwohl ist insbesondere im Zuge einer (drohenden) Insolvenz auf die Besonderheiten nach § 19 Abs. 2 Satz 2 i. V. m. § 39 Abs. 2 InsO Rücksicht zu nehmen, sodass eine Beseitigung oder Vermeidung einer Überschuldung erwirkt werden kann.⁸³⁷ In der Regel erfolgt jedoch keine Besicherung. Dies führt auf Ebene des Darlehensgebers zu einem erhöhten Ausfallrisiko, hat aber für den Darlehensnehmer den Vorteil, dass keine banküblichen, ggf.

⁸³⁴ Vgl. Hüttinger (2015), S. 383; vgl. auch Knecht (2014), S. 402 f. und Brinkmann et al. (2016), S. 184 f.

⁸³⁵ Vgl. Hüttinger (2015), S. 384.

⁸³⁶ Vgl. Hüttinger (2015), S. 385.

⁸³⁷ Vgl. Hüttinger (2015), S. 385. Zur Zahlungsunfähigkeit wg. Forderungen im Rang des § 39 Abs. 2 InsO vgl. auch Fischer (2015), S. 137 ff. zur Beseitigung der Fälligkeit insbesondere S. 140 f.

liquiditätsbelastenden Sicherheiten gestellt werden müssen.⁸³⁸ Da das Risiko des Darlehensgebers (aufgrund der fehlenden oder nachrangigen Besicherung) dem Risiko des Eigenkapitalgebers sehr ähnlich ist, ist die Verzinsung regelmäßig höher als bei besicherten (Erstrang-)Darlehen. Die Vergütungsstrukturen aber können variabel ausgestaltet sein. Neben festen und variablen Zinsanteilen kann auch der Zeitpunkt der Fälligkeit der vereinbarten Zinsen flexibel (laufend, endfällig oder dann, wenn es die liquide Situation der Gesellschaft zulässt) gestaltet werden.⁸³⁹

Besondere Bedeutung haben Gesellschafter- und Nachrangdarlehen im Zuge von Basel II und Basel III erlangt, da die nachgelagerten Rangklassen dazu verwendet werden können, die Eigenkapitalquote der Fondsgesellschaft zu verbessern. Die erhöhte Eigenkapitalquote spiegelt sich aufgrund einer geringeren Eigenkapitalhinterlegung bei den finanzierenden Banken im Zinssatz des erstrangig besicherten Darlehens wider.⁸⁴⁰ Als Nachrangdarlehensgeber können neben den Gesellschaftern auch Banken sowie sonstige Investoren (z. B. der Initiator) auftreten.

6.6. Sanierungsbeiträge von Banken und Gläubigern

Neben den Gesellschaftern können auch Dritte, insbesondere die Gläubiger der Gesellschaft, mit in die Sanierung einbezogen werden. Wirtschaftlich sind Gläubigerhilfen in der Regel nur sinnvoll, wenn diese in Zusammenhang mit anderen Sanierungsbausteinen angewendet werden,⁸⁴¹ bzw. es muss überwiegend davon ausgegangen werden, dass Dritte oder ein Gläubiger nur dann zur Unterstützung der Sanierung bereit sind, wenn die Eigentümer der Gesellschaft ebenfalls zur Sanierung beitragen. Außerdem ist davon auszugehen, dass Dritte und Gläubiger sich nur an einer Sanierung der Gesellschaft beteiligen werden, wenn dadurch die bestehenden Forderungen gegen die Gesellschaft wieder werthaltig gestaltet werden können. In aller Regel wird die Sanierung der Gesellschaft aus einem aufeinander abgestimmten Konzept aus

⁸³⁸ Vgl. Hüttinger (2015), S. 386.

⁸³⁹ Vgl. Brinkmann et al. (2016), S. 184; vgl. auch Hüttinger (2015), S. 386.

⁸⁴⁰ Vgl. Knecht (2014), S. 402 f.

⁸⁴¹ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 284.

Eigen- und Fremdkapitalmaßnahmen bestehen, sodass von einer kombinierten Sanierung gesprochen werden kann.

Rechtlich ist kein Gläubiger dazu verpflichtet, sich an einer Sanierung der Gesellschaft zu beteiligen. Die Sanierungsbeiträge der Gläubiger können dabei vielseitig sein. Die wohl gängigsten Wege, als Gläubiger die Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds zu begleiten, sind die Forderungsstundung (auch Fälligkeits- bzw. Zahlungsaufschub bzw. Moratorium genannt)⁸⁴², der Forderungsverzicht (ggf. mit Besserungsschein), der Rangrücktritt, die Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital und die Restrukturierung des Fremdkapitals.

6.6.1. Forderungsstundung (Moratorium)

Die Stundungsvereinbarung und sonstige Stillhalteabreden sind häufig das effizienteste, oftmals auch das einzige Mittel, den Insolvenzantragsgrund nach § 17 InsO (Zahlungsunfähigkeit) sehr kurzfristig zu beseitigen.⁸⁴³ Die Stundung von Zahlungsverpflichtungen, im Fall des geschlossenen Immobilienfonds im Wesentlichen das Aussetzen von Zins- und Tilgungsleistungen, kann dazu verwendet werden, kurzfristige Liquiditätsengpässe zu beseitigen und Zeit zu gewinnen, um ein Sanierungskonzept zu erstellen, die für die Sanierung notwendigen Sanierungsbausteine mit den Beteiligten abzustimmen und entsprechende Beschlüsse zu fassen.⁸⁴⁴ Die Forderungsstundung kann auch dann angewandt werden, wenn die Zahlungsunfähigkeit nur ein vorübergehendes Momentum ist. Bei der Stundung einer Forderung wird lediglich die Fälligkeit des Anspruches hinausgeschoben,⁸⁴⁵ die grundsätzliche Verpflichtung zur Zahlung der gestundeten Forderung bleibt jedoch erhalten.⁸⁴⁶ Eine Stundung kann mündlich oder sogar stillschweigend erfolgen, sofern vertragliche Formvorschriften dem nicht entgegenstehen.⁸⁴⁷ Eine weitreichende Unternehmenskrise, wie etwa die Überschuldung, kann durch die

⁸⁴² Vgl. Uhlenbruck (2009), S. 247.

⁸⁴³ Zur Stundung von Verbindlichkeiten vgl. ausführlich Hüttinger (2015), S. 159 ff.

⁸⁴⁴ Vgl. Bauer (2016), S. 107; vgl. auch Hüttinger (2015), S. 166 f. und Portisch (2014), S. 150 f.

⁸⁴⁵ Vgl. BGH, Urteil vom 25.03.1998 VI ZR 289/97.

⁸⁴⁶ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 160.

⁸⁴⁷ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 160; vgl. auch Schmidt et al. (2016c), S. 285. Zum Zwecke des Nachweises empfiehlt es sich, eine Stundungsvereinbarung zu verschriftlichen.

Stundung von Forderungen nicht behoben werden. Die gestundete Forderung bleibt aus bilanzieller Sicht weiterhin eine zu passivierende Verbindlichkeit.

Die Stundung stellt für die Gläubiger den wohl am leichtesten zu erbringenden Sanierungsbeitrag dar, da mit ihr die geringsten Eingriffe in seine Rechtsposition verbunden sind. Die Stundung führt nur dazu, dass die Geltendmachung der Forderung für einen bestimmten, meist nur kurzen Zeitraum ausgeschlossen ist. Im Übrigen bleibt es bei der vollen Rechtsstellung des Gläubigers, sodass sich das Verlustrisiko durch den Sanierungsbeitrag nicht erhöht. Gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass, sollte die Sanierung nicht erfolgreich sein, die Befriedigungsaussichten mit fortschreitender Zeit weiter sinken.⁸⁴⁸

Vor dem Hintergrund der zeitlich begrenzten Wirkung stellt die (kurzfristige) Stundung für sich genommen, vor allem wenn die Zahlungsunfähigkeit auf lange Sicht unausweichlich ist, kein nachhaltiges Sanierungsinstrument dar. Insofern muss die Stundung mit weiterreichenden Sanierungsmaßnahmen wie einem Rangrücktritt oder einem Forderungsverzicht kombiniert werden, da nur so die Insolvenzeröffnungsgründe nach §§ 17 ff. InsO dauerhaft vermieden werden können.⁸⁴⁹ Das Moratorium generiert aus buchhalterischer Sicht keine Gewinne, sodass bei Anwendung dieses Sanierungsbausteines aus steuerrechtlicher Sicht kein Liquiditätsabfluss (Begleichung einer Steuerschuld) zu berücksichtigen ist.⁸⁵⁰

6.6.2. Stillhalten

Wenn von Stillhalten gesprochen wird, ist stets zu hinterfragen, was damit konkret gemeint ist. Insbesondere können der Verzicht auf die Ausübung des Kündigungsrechtes, das Nichteinfordern von fälligen Forderungen sowie die stillschweigende Prolongation von Krediten gemeint sein.⁸⁵¹

⁸⁴⁸ Vgl. Hüttinger (2015), S. 166.

⁸⁴⁹ Vgl. Hüttinger (2015), S. 167; vgl. auch Uhlenbruck (2009), S. 247.

⁸⁵⁰ Vgl. Uhlenbruck (2009), S. 247.

⁸⁵¹ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 303 f.

Hintergrund des Stillhaltens ist, dass Kreditverträge mit Banken in der Regel unter der Vertragsbedingung (sog. Covenants)⁸⁵² geschlossen werden, deren Verletzung den Kreditgeber berechtigt, den Kreditvertrag außerordentlich zu kündigen. Neben der Stundung von Zins- und Tilgungsleistungen ist es insofern ratsam, mit den finanzierenden Instituten ein Stillhalteabkommen hinsichtlich der Verletzungen des Kreditvertrages und der damit verbundenen Möglichkeit der außerordentlichen Kündigung zu vereinbaren. Die Fälligkeit der Forderung bleibt dabei unverändert, der Gläubiger verzichtet lediglich darauf, seine Forderungen aktiv einzutreiben.⁸⁵³ Ohne den (vorläufigen) Verzicht auf die Ausübung des Kündigungsrechtes läuft der Kreditnehmer Gefahr, nicht nur die laufenden Forderungen aus dem Darlehensverhältnis, sondern auch die noch ausstehenden Forderungen des Kreditinstitutes schlagartig bedienen zu müssen. Eine Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO wäre dann nicht mehr zu vermeiden. Das bloße Stillhalten von Banken führt nicht automatisch dazu, dass eine bestehende Zahlungsunfähigkeit der Fondsgesellschaft abgewendet ist.⁸⁵⁴

Als Stillhalten wird regelmäßig auch bezeichnet, dass weitere Gläubiger der Gesellschaft die Rückzahlung fälliger Forderungen nicht ernsthaft beim Schuldner einfordern. Dies hilft der Gesellschaft insoweit, als bei der Prüfung der Zahlungsunfähigkeit nach § 17 InsO diese Forderungen nicht zu berücksichtigen sind.⁸⁵⁵ Sofern die festgeschriebene Laufzeit eines Kredites überschritten und das Darlehen mit Auslaufen der Zinsbindungsfrist fällig gestellt wurde, ist das Darlehen üblicherweise zu diesem Zeitpunkt durch den Schuldner an die Bank zurückzuführen. Wenn die Bank die Rückzahlung des fälligen Betrages nach Auslaufen der Festlaufzeit nicht aktiv einfordert, kann ein Stillhalten hinsichtlich der vertraglich vereinbarten Festlaufzeit angenommen werden. Ob es sich bei der Verlängerung der festgeschriebenen Laufzeit eines Kredites um eine stillschweigende Prolongation des Vertragsverhältnisses handelt oder ob mit

⁸⁵² Bei „Covenants“ handelt es sich um einen Sammelbegriff für zusätzliche Vertragsklauseln oder Nebenabreden in Kreditverträgen. Mit Vereinbarungen über Covenants werden den Kreditnehmern bzw. Schuldner bestimmte Verpflichtungen auferlegt. Je nach Verpflichtungsart unterscheidet man nach General Covenants (allgemeine Bestimmungen, z. B. Zustimmungspflicht des Kreditgebers, wenn das Unternehmen wesentliche Vermögensteile verkaufen möchte), Information Covenants (Verpflichtung zur regelmäßigen Information, z. B. Quartalsberichte) und Financial Covenants (Verpflichtung zur Einhaltung festgelegter finanzieller Anforderungen, z. B. die maximale Verschuldung gemessen an der Leverage-Ratio / dem Nettoverschuldungsgrad). Definition nach Helms (2020).

⁸⁵³ Vgl. Crone und Werner (2017), S. 160 f.

⁸⁵⁴ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 285 und ausführlich S. 303 f.

⁸⁵⁵ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 304.

der Verlängerung der Festlaufzeit ein neuer Kredit ausgereicht wird, ist höchststrichterlich noch nicht entschieden.⁸⁵⁶

6.6.3. Forderungsverzicht (ggf. mit Besserungsschein)

Mit dem Instrument des (teilweisen) Forderungsverzichts kann in erster Linie die (drohende) Überschuldung, unter bestimmten Umständen auch die Zahlungsunfähigkeit, beseitigt werden. Die kurzfristig, rechtlich einfach umzusetzende und gleichzeitig effiziente Maßnahme, bei der ein Erlassvertrag zwischen Gläubiger und Schuldner nach § 397 Abs. 1 BGB geschlossen wird,⁸⁵⁷ ist allerdings in der Praxis wirtschaftlich nur schwer umsetzbar, da sanierungswillige Gläubiger im Erfolgsfall der Sanierung an der zu einem späteren Zeitpunkt wieder werthaltigen Forderung partizipieren möchten. Diese Problematik kann durch die Vereinbarung eines sogenannten Besserungsscheines behoben werden.⁸⁵⁸ Der Besserungsschein stellt dabei ein abstraktes Schuldanerkennnis im Sinn des § 781 BGB dar und hat aufschiebende Wirkung, sodass im Fall von zukünftig zu erwartenden Gewinnen oder einer Veräußerung der Immobilie der Forderungserlass (teilweise) entfällt und die ursprüngliche Forderung ganz oder zumindest teilweise wiederauflebt.⁸⁵⁹

Grundsätzlich bedarf der hierfür zu schließende Erlassvertrag keiner bestimmten Form; gleichwohl empfiehlt es sich, insbesondere vor dem Hintergrund der teilweise nicht unerheblichen Beträge und zu Beweis Zwecken (z. B. gegenüber dem Finanzamt), den Forderungsverzicht schriftlich zu dokumentieren. Bei einem Gläubiger der Gesellschaft kann es sich selbstverständlich auch um einen Gesellschafter handeln, der zuvor ein Darlehen an die Gesellschaft ausgereicht hat.⁸⁶⁰ Je nach Ausgestaltung des Forderungsverzichts kann es so gelingen, sowohl liquiditätswirksame als auch bilanzielle Sanierungsmaßnahmen zu ergreifen.

⁸⁵⁶ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 304.

⁸⁵⁷ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 286; vgl. auch Hüttinger (2015), S. 168.

⁸⁵⁸ Zum Wiederaufleben der Forderung durch Vereinbarung eines Besserungsscheines vgl. auch Hüttinger (2015), S. 169 ff.

⁸⁵⁹ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 287.

⁸⁶⁰ Grundsätzlich kann mit jedem Dritten ein Darlehensverhältnis, nicht nur im Zuge der Sanierung, eingegangen werden. Der Gesellschafter als Darlehensgeber (hier insbesondere vor dem Hintergrund der Sanierung) vgl. auch Kapitel 6.5.6.

Die größten Forderungen an einen geschlossenen Immobilienfonds kommen in aller Regel von den finanzierenden Banken. Die Forderung des Darlehensgebers setzt sich dabei aus der Rückgewähr der ausstehenden Darlehensvaluta nebst den für die Festlaufzeit vertraglich vereinbarten und durch die Fondsgesellschaft noch nicht beglichenen Zinszahlungen zusammen. Insbesondere unter der Prämisse, dass die heute noch valutierenden Darlehen bereits vor Jahren oder gar Jahrzehnten in einer wesentlich ungünstigeren Zinslandschaft als heute aufgenommen wurden, dürfte die Anpassung des ursprünglich vereinbarten Zinssatzes, also die Vereinbarung eines neuen sogenannten Sanierungszinssatzes, die wohl einfachste Form des Forderungsverzichtes einer Bank sein. Mit Hilfe des Sanierungszinssatzes (ggf. sogar dem vollständigen Erlass des vereinbarten Zinses) bei gleichbleibender Tilgung können die liquiden Abflüsse aus der Gesellschaft reduziert und so eine drohende Zahlungsunfähigkeit abgewendet werden. Reichen die liquiden Mittel der Gesellschaft grundsätzlich dazu aus, eine monatlich unveränderte Annuität zu bedienen, kann bei einem reduzierten Zinssatz der Tilgungsanteil innerhalb der Annuität erhöht werden, sodass dadurch eine zügigere Entschuldung der Gesellschaft möglich ist (Zurückführen des Überschuldungsstatus).

Reicht ein Sanierungszinssatz ggf. in Verbindung mit einem erhöhten Tilgungsanteil nicht dazu aus, die Gesellschaft überlebensfähig zu machen, kann als weiterer Sanierungsbaustein auch ein Teilerlass der Hauptforderung in Betracht kommen. Bilanziell führt der (Teil-)Erlass der Hauptforderung zu einem Wegfall der Verbindlichkeiten mit der Folge einer Entlastung der Passivseite, sodass die drohende oder ggf. schon eingetretene Überschuldung verringert, verhindert oder beseitigt werden kann.⁸⁶¹ Zum Forderungsverzicht sind Gläubiger immer dann bereit, wenn an einem Fortbestand der Geschäftsbeziehung Interesse besteht oder aber Teile der Darlehensforderung nicht mehr ausreichend besichert sind und auch im Insolvenzfall nicht davon auszugehen ist, dass diese wieder werthaltig werden.⁸⁶² Im Fall der geschlossenen Immobilienfonds könnte eine finanzierende Bank z. B. aber auch dann Interesse am Fortbestehen der Geschäftsbeziehung haben, wenn sie maßgeblich am Vertrieb der Fondsanteile beteiligt war und im Fall der Fälligestellung des ausgereichten Darlehens ein Reputationsschaden für sie zu befürchten wäre. Auch im Rahmen des Teilerlasses auf die Hauptforderung kann bei

⁸⁶¹ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 286 f.; vgl. auch Buth und Hermanns (2014a), S. 296.

⁸⁶² Vgl. auch Buth und Hermanns (2014a), S. 296.

einer prozentual nicht veränderten Annuität die monatlich liquide Belastung entsprechend reduziert werden. Reichen die (zukünftigen) liquiden Mittel der Fondsgesellschaft dazu aus, die ursprünglich vereinbarte Annuität zu bedienen, könnte (ggf. in Kombination mit der Vereinbarung eines Sanierungszinssatzes) die Zahlung noch höherer Tilgungsbeiträge und somit eine noch schnellere Entschuldung herbeigeführt werden.

Mit dem Erlass von Forderungen werden akzessorische Sicherheiten frei, die nicht-akzessorischen Sicherheiten sind dann durch den Darlehensgeber freizugeben.⁸⁶³ In der Regel ist allerdings davon auszugehen, dass die hinterlegten, im Rahmen des Erlasses der Forderung freizugebenden Sicherheiten wertlos sind, da nur in seltenen Fällen davon auszugehen ist, dass die Bank mehr Forderungen erlassen wird, als werthaltige Sicherungsinstrumente vorhanden sind.

Soweit ein Forderungsverzicht erzielt werden konnte, liegt auf Seite der Gesellschaft eine verdeckte Einlage in Höhe des (Teil-)Wertes der erlassenen Forderung vor. Das heißt umgekehrt, dass eine Forderung, die voll werthaltig ist, mit ihrem Nennwert als verdeckte Einlage das Eigenkapital in gleicher Höhe erhöht. Der durchgeführte Forderungsverzicht bei gleichzeitiger Einlage des Stammkapitals vollzieht sich damit vollkommen steuerneutral.⁸⁶⁴ Anders verhält es sich mit dem Forderungsverzicht bei Krisengesellschaften. Der (Teil-)Wert der Forderung wird den Nennwert in der Regel (teilweise erheblich) unterschreiten, unter Umständen sogar auf null zu taxieren sein. Der nicht werthaltige Teil der Forderung wird dann als ordentlicher Ertrag zu einem (Sanierungs-)Gewinn.⁸⁶⁵ Sanierungsgewinne aber waren nur bis 1998 steuerbefreit. Mit dem Gesetz zur Fortsetzung der Unternehmenssteuerreform vom 29.10.1997 wurde diese Steuerbefreiung aufgehoben,⁸⁶⁶ sodass seitdem ein Sanierungsgewinn nur noch

⁸⁶³ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 286 f. Akzessorisch von lateinisch „accedere“ = hinzutreten; abhängig, zusätzlich, hinzutretend.

⁸⁶⁴ Zum Debt-Equity-Swap vgl. auch Kapitel 6.6.5. Vgl. BFH BStBl. II 1998, S. 307.

⁸⁶⁵ Vgl. BFH BStBl. II 1998, S. 307.

⁸⁶⁶ BGBl. Teil I Nr. 72 vom 31.10.1997. Das Urteil hob im Zuge der Aufhebung des § 3 Nr. 6 EStG a.F. auch die Steuerfreiheit von Sanierungsgewinnen auf.

aus Billigkeitsgründen durch die Finanzverwaltung erlassen werden kann und entsprechend zu versteuern ist.⁸⁶⁷

Analog verhält es sich bei einem Forderungsverzicht mit Besserungsschein. Die auflösende Bedingung des Besserungsscheines ist weder handels- noch steuerrechtlich zu berücksichtigen. Die Verbindlichkeit ist entsprechend aus der Bilanz auszubuchen. Die auflösende Bedingung tritt erst ein, wenn sich die finanzielle Situation der Gesellschaft so verbessert hat, dass der Besserungsschein wieder werthaltig wird. Mit Aufleben der Verbindlichkeiten ist diese wieder aufwandswirksam zu aktivieren.⁸⁶⁸

6.6.4. Qualifizierter Rangrücktritt

Das Instrument des Rangrücktrittes ist zwischen dem Forderungserlass (ggf. mit Besserungsschein) und der bloßen Stundung von Forderungsansprüchen anzusiedeln.⁸⁶⁹ Denn selbst wenn der Gläubiger den Wert seiner Forderung in seiner Bilanz bereits wertberichtigt hat, wird es ihm schwerfallen, endgültig auf die Forderung zu verzichten und sie als wertlos auszubuchen. Der Gläubiger bevorzugt Konstruktionen, die den Überschuldungsstatus beseitigen, jedoch den rechtlichen Bestand seiner Forderung unberührt lassen.⁸⁷⁰

Bei einem Rangrücktritt treten ein oder mehrere Gläubiger mit ihrer Forderung im Rang hinter die Ansprüche der übrigen Gläubiger zurück. Die Forderungen der Gläubiger bleiben mit dem Rangrücktritt zwar bestehen, werden jedoch nicht für den insolvenzrechtlichen Überschuldungsstatus als Fremdkapital eingestuft.⁸⁷¹ Abhängig vom Sanierungskonzept und der liquiden Situation werden in diesem Zusammenhang die vereinbarten Zinssätze in der Regel (deutlich) erhöht, da mit dem Rangrücktritt ein erhöhtes Risiko übernommen wird. Im Fall einer Liquidation der Gesellschaft muss der Gläubiger davon ausgehen, dass seine Forderung als wertlos

⁸⁶⁷ Vgl. §§ 163, 227 Abgabenordnung. Zur steuerlichen Bewertung des Sanierungsgewinnes und zu den Möglichkeiten der Steuerbefreiung von Sanierungsgewinnen vgl. Buth und Hermanns (2014b), S. 803 ff.; vgl. auch Bauer (2016), S. 103 f. und Crezelius (2016), S. 371 ff.

⁸⁶⁸ Vgl. Buth und Hermanns (2014b), S. 813 f.

⁸⁶⁹ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 288 f.; vgl. auch Hüttinger (2015), S. 183.

⁸⁷⁰ Vgl. hierzu das Instrument des Forderungsverzichtes (ggf. mit Besserungsschein) in Kapitel 6.6.3. Vgl. auch Schellberg (2017), S. 158.

⁸⁷¹ Vgl. § 19 Abs. 2 Satz 2 InsO; vgl. auch Buth und Hermanns (2014a), S. 292.

zu betrachten ist. Der Rangrücktritt wird oftmals als sogenannte Notbremse genutzt und Gläubigern im ungesicherten Bereich angedient, um so neben der Beseitigung der aktiven Überschuldung Zeit zur Erarbeitung eines tragfähigen Sanierungskonzeptes zu gewinnen.⁸⁷² Neben der kurzfristigen Beseitigung des Überschuldungsstatus kommt dem Rangrücktritt eine steuerliche Besonderheit zu. Anders als z. B. bei der Zuführung von frischem Eigenkapital, einem Forderungsverzicht (ggf. mit Besserungsschein) und dem Debt-Equity-Swap⁸⁷³ können so steuerschädliche Buchgewinne vermieden werden.⁸⁷⁴

Vor Umsetzung des MoMiG 2008 galt die Ausnahme von der Passivierungspflicht im Rahmen der Überschuldungsprüfung für Gesellschafterdarlehen oder vergleichbare Verbindlichkeiten, solange die Gläubiger einen qualifizierten Rangrücktritt erklärt hatten.⁸⁷⁵ Bis dahin musste die Forderung dahingehend zurückgestellt werden, dass sie erst nach Wegfertigung aller bestehenden und zukünftigen Haupt- und Nebenforderungen bedient werden durfte. Forderungen mussten folglich so herabgestuft werden, dass sie nur zugleich mit dem Anspruch auf Einlagenrückgewähr, also der Rückführung von Eigenkapital, berücksichtigt werden konnten.⁸⁷⁶

Mit Umsetzung des MoMiG hat der Gesetzgeber festgelegt, dass Gesellschafterdarlehen oder vergleichbare Forderungen per se nachrangig gegenüber Insolvenzforderungen im Rang des § 38 und § 39 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 InsO sind und im Rahmen der Erstellung des Überschuldungsstatus nicht zu passivieren sind.⁸⁷⁷

Fraglich ist, ob ein Rangrücktritt auch auf Forderungen von Drittgläubigern angewandt werden kann, um die Insolvenzantragspflichten zu vermeiden. Nach dem Wortlaut des § 19 Abs. 2 Satz 2 InsO gilt der Rangrücktritt für Gesellschafter, nicht aber für Drittgläubiger.⁸⁷⁸ Nach derzeitiger Auffassung findet der Rangrücktritt eines Drittgläubigers bei der Erstellung des

⁸⁷² Vgl. Bauer (2016), S. 96.

⁸⁷³ Siehe dazu Kapitel 8.6.5.

⁸⁷⁴ Zu den steuerlichen Besonderheiten vgl. Crezelius (2016), S. 370.; vgl. auch Buth und Hermanns (2014b), S. 809 f.; vgl. auch Bauer (2016), S. 100 f.

⁸⁷⁵ Zu den Anforderungen eines qualifizierten Rangrücktrittes vor Umsetzung des MoMiG vgl. d'Avoine (2014), S. 698; vgl. auch Bauer (2016), S. 92 ff.

⁸⁷⁶ Vgl. d'Avoine (2014), S. 698.

⁸⁷⁷ Vgl. d'Avoine (2014), S. 698 f.

⁸⁷⁸ Vgl. Bauer (2016), S. S. 95, so auch Hüttinger (2015), S. 193.

Überschuldungsstatus keine Berücksichtigung, wenn jener sich damit einverstanden erklärt, dass seine Forderungen im Insolvenzfall erst im Rang nach den Forderungen des § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO befriedigt werden.⁸⁷⁹

6.6.5. Debt-Equity-Swap

Im Rahmen eines Debt-Equity-Swap bringen Gläubiger ihre Forderungen als Sacheinlage zur Erhöhung der Eigenkapitaldeckung in die Gesellschaft ein. In der Regel spielen Sacheinlagen (als Eigenkapitalersatz) bei geschlossenen Immobilienfonds keine bedeutende Rolle.⁸⁸⁰ Der geschlossene Fonds dient als Kapitalsammelstelle, die Kapital und eben nicht Sacheinlagen von einer Vielzahl an (Klein-)Anlegern einsammelt und für Investitionen in Anlageobjekte zur Verfügung stellt.⁸⁸¹ Werden Forderungen durch einen Debt-Equity-Swap als Sanierungsbeiträge erbracht, so gilt es zunächst, ihren Wert zu ermitteln, weshalb die Sacheinlage damit gerade nicht als kurzfristiger, liquider Unterstützungsbeitrag zur Verfügung steht.⁸⁸²

Bilanziell handelt es sich dabei nicht um die Zufuhr neuer Aktiva, sondern um den Umtausch von Verbindlichkeiten in gezeichnetes Kapital.⁸⁸³ Damit die im Zuge dessen de facto als neue Gesellschafter aufgenommenen Gläubiger nicht für die bereits in der Gesellschaft aufgelaufenen Verluste aufkommen müssen, empfiehlt sich vor Umsetzung des Debt-Equity-Swap eine Kapitalherabsetzung in Höhe des Verlustvortrages.⁸⁸⁴

Die Umwandlung von Gesellschaftsschulden in Eigenkapital (bilanzieller Passivtausch) führt unmittelbar zu einer Verbesserung der Zins- und Tilgungsbelastung und damit zu einer Verbesserung der Ertragssituation (Beseitigung der Zahlungsunfähigkeit durch Reduktion der laufenden Belastung). Gleichzeitig führt der Debt-Equity-Swap zu einer positiven Veränderung

⁸⁷⁹ Vgl. Hüttinger (2015), S. 194. Zur aktuellen Haltung in Bezug auf den Rangrücktritt eines Drittgläubigers vgl. Bauer (2016), S. 95 und Hüttinger (2015), S. 193.

⁸⁸⁰ Für Gesellschaften, die dem KAGB unterliegen, gilt nach § 152 Abs. 7 KAGB ein Verbot der Sacheinlage bei geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaften. Das Sacheinlageverbot dient dem Schutz der übrigen Anleger vor einer wertmäßigen Verwässerung ihrer Beteiligung an der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft. Vgl. BT-Drucksache 17/12294, S. 251.

⁸⁸¹ Vgl. Pauw (2016), S. 153 f.

⁸⁸² Vgl. Pauw (2016), S. 154.

⁸⁸³ Vgl. Schmidt et al. (2016c), S. 296.

⁸⁸⁴ Zum Kapitalschnitt mit anschließender Kapitalerhöhung vgl. auch Kapitel 6.5.4. Vgl. auch Schmidt et al. (2016c), S. 297.

der Bilanzrelation (Fremdkapital zu Eigenkapital); unter Umständen kann mit einem Debt-Equity-Swap sogar eine Beseitigung der Überschuldungssituation und damit die Vermeidung eines Insolvenzantrages herbeigeführt werden.⁸⁸⁵

Führt eine Fälligkeit von Verbindlichkeiten zu einer Insolvenz der Gesellschaft (bei gleichzeitiger weiterer Entwertung der (Darlehens-)Forderung), so ermöglicht die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital den notwendigen Spielraum zur Restrukturierung. Gläubiger, die bei einer Insolvenz respektive Liquidation der Gesellschaft leer ausgehen würden, sichern sich mit einem Debt-Equity-Swap eine substantielle Beteiligung und damit – auf Kosten der Altgesellschafter – die Teilhabe an einer Erholung des Unternehmenswertes bei erfolgreicher Sanierung.⁸⁸⁶ Über die Wandlung von Fremd- zu Eigenkapital erhalten die (ehemaligen) Gläubiger eigenkapitalbezogene Stimmrechte. Mit den Stimmrechten kann unmittelbar Einfluss auf die Restrukturierung eines geschlossenen Fonds genommen und eigene Interessen forciert werden. Grundsätzlich sind auch in diesem Fall die Interessen der Gläubiger und ursprünglichen Anteilseigner gleichgerichtet, denn im Fall der Liquidation muss der Altgesellschafter davon ausgehen, dass sein Eigenkapital verloren ist. Gelingt es durch einen Debt-Equity-Swap, das (verwässerte) Eigenkapital wieder werthaltig zu gestalten, ist zumindest nicht der volle Wert des ursprünglich eingesetzten Kapitals verloren.

Eine eventuelle Bilanzbereinigung trifft dabei aber unter Umständen nicht nur die den Umtausch vornehmenden Gläubiger. Auch Altgesellschafter können von einem Debt-Equity-Swap betroffen sein, wenn sie zuvor Darlehen an die Fondsgesellschaft ausgereicht haben und diese im Zuge eines Debt-Equity-Swap in Eigenkapital umgewandelt werden sollen.⁸⁸⁷ Im Fall der Umwandlung von Gesellschafterforderungen kann nach dem Prinzip „Sanieren oder Ausscheiden“ verfahren werden, wenn nicht alle Gesellschafter zur Übernahme neuer Geschäftsanteile bereit sind.⁸⁸⁸ Steuerlich verhält sich der Debt-Equity-Swap analog zum Forderungsverzicht.⁸⁸⁹ Sofern die Forderung dem gemeinen Wert entspricht, erfolgt ein steuerneutraler

⁸⁸⁵ Vgl. Crone und Kreide (2017), S. 191.

⁸⁸⁶ Vgl. Crone und Kreide (2017), S. 191.

⁸⁸⁷ Vgl. auch Schmidt et al. (2016c), S. 297.

⁸⁸⁸ Vgl. auch Schmidt et al. (2016c), S. 297 und Brinkmann et al. (2016), S. 165. Zu „Sanieren oder Ausscheiden“ siehe auch Kapitel 6.5.5.

⁸⁸⁹ Vgl. hierzu Kapitel 6.6.3.

Passivtausch. Im Rahmen einer Sanierung wird der gemeine Wert regelmäßig unter dem Nominalwert der Forderung liegen. Im Rahmen des Debt-Equity-Swap führt deshalb der werthaltige Teil der Forderung zu einem Passivtausch, der nicht werthaltige Teil führt zu einem ggf. steuerpflichtigen (Sanierungs-)Gewinn.⁸⁹⁰

6.6.6. Restrukturierung des Fremdkapitals

Neben den zuvor beschriebenen Sanierungsbeiträgen auf der Fremdkapitalseite kann ggf. auch mittels Modifikation der Finanzierungsparameter für eine entsprechende Entlastung in der Krisensituation gesorgt werden. Sofern der (drohende) Überschuldungsstatus nach § 19 InsO ausgeschlossen werden kann und lediglich eine (drohende) Zahlungsunfähigkeit nach § 17 f. InsO vorliegt, sind keine Sanierungsbausteine notwendig, welche die Verschuldungsquote beeinflussen.

Das Instrument des Sanierungszinssatzes, das bei der Restrukturierung von Fremdkapital ebenfalls eine Rolle spielen kann, wurde bereits in Kapitel 6.6.3 erläutert. Mit Hilfe des Sanierungszinses gelingt es bei einer gleichbleibenden Annuität, einen erhöhten Tilgungsanteil und somit eine schnellere Entschuldung der Gesellschaft herbeizuführen. Wird der Sanierungszinssatz mit einem gleichbleibenden Tilgungsanteil kombiniert, so lassen sich die laufende Annuität und damit die laufende liquide Belastung der Gesellschaft reduzieren. Die Reduktion der laufenden liquiden Belastung hängt dabei maßgeblich von der Höhe der Differenz zwischen dem ursprünglich vereinbarten und im Zuge der Sanierung ausgereichten Sanierungszinssatzes ab.

Einhergehend mit der Vereinbarung eines Sanierungszinssatzes und der daraus möglicherweise resultierenden Modifikation der Annuität kann über die zukünftige Laufzeit und damit das Eintreten der Fälligkeit der Restvaluta verhandelt werden. Gelingt es den Vertragspartnern, die ursprüngliche Laufzeit des Darlehens (vorzeitig) zu prolongieren, können Risiken aus der Refinanzierung bei Auslaufen der Festlaufzeit des Ursprungsdarlehens vermieden werden. Es ist aber davon auszugehen, dass im Rahmen einer Refinanzierung in einem notleidenden

⁸⁹⁰ Zur steuerlichen Behandlung eines Debt-Equity-Swap vgl. Buth und Hermanns (2014b), S. 815 f. Zu einer möglichen Steuerbefreiung des Sanierungsgewinnes vgl. Buth und Hermanns (2014b), S. 803 ff. Vgl. auch ausführlich Bauer (2016), S. 159 ff.

Umfeld mit (wesentlich) risikoadäquateren Zinssätzen und damit einer liquiden Mehrbelastung der Fondsgesellschaft zu rechnen ist.⁸⁹¹ Um einer Erhöhung der Annuität aufgrund risikoadäquater Zinsen entgegenzuwirken, kann in solchen Fällen nur die Höhe des Tilgungsanteiles variiert werden, was zur Folge hat, dass die Entschuldung der Gesellschaft langsamer voranschreitet.

Im Rahmen der Restrukturierung des Fremdkapitals kann die begebene Finanzierung in unterschiedliche Finanzierungstranchen aufgesplittet werden. Beträgt die ausstehende Schuld gegenüber dem Fremdkapitalgeber z. B. noch 90 % des Beleihungswertes, so kann die bestehende Finanzierung in drei Tranchen aufgeteilt und mit risikoadjustierten Zins- und Tilgungssätzen belegt werden. So können z. B. die Tranche bis zu einem Beleihungswert von 60 % mit niedrigeren Zinsen und keiner laufenden Tilgung vereinbart, die Laufzeit um zehn Jahre verlängert und das Darlehen endfällig gestellt werden. Die Tranche zwischen 60 % bis 80 % ist dann ebenfalls mit risikoadjustierten Zinsen zu belegen. Der Tilgungsanteil ist so zu vereinbaren, dass dieser in einer angemessenen Zeit und unter Berücksichtigung der in der Gesellschaft vorhandenen Liquidität wieder an die Bank zurückgeführt werden kann (z. B. die Restvaluta nach Ablauf der Zinsbindungsfrist von zehn Jahren gleich null). Der verbleibende Anteil wird ebenfalls mit risikoadäquaten (und entsprechend hohen) Zinsen und hohen Tilgungsanteilen (ggf. unter Zuhilfenahme von hohen Sondertilgungsmöglichkeiten) bei kurzer Laufzeit belegt. Die Verlängerung der Laufzeit für Tranche I und II in Verbindung mit der Tilgungsaussetzung und den risikoadjustierten Zinsen führt zu einer deutlichen Entlastung des laufenden Cashflows, sodass der dann frei gewordene Anteil der Liquidität genutzt werden kann, das hochverzinsliche Darlehen mit hohen Tilgungsanteilen kurzfristig an die Bank zurückzuführen. Durch die Tilgung der Tranchen II und III gelingt es damit, recht kurzfristig in einen für die Bank akzeptablen Beleihungsauslauf zu kommen.⁸⁹²

Sofern die Sicherheiten der Bank werthaltig sind und sich das Restvaluta unterhalb der üblichen Beleihungsausläufe bewegt, kann zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen über eine

⁸⁹¹ Im aktuellen Marktumfeld kann eine Risikoadjustierung des Zinssatzes ggf. durch den sich für den Kreditnehmer positiv entwickelnden Marktzins kompensiert werden. Wesentlich dramatischer verhält sich dies in einem Marktumfeld steigender Zinsen. Liegt der Refinanzierungszinssatz (deutlich) über dem ursprünglichen Refinanzierungszinssatz in Kombination mit einem höheren, risikogerechteren Aufschlag, können die Fremdkapitalkosten trotz geringerer Restvaluta steigen.

⁸⁹² Die Anwendung des hier beschriebenen Vorgehens ist im Einzelfall zu prüfen.

Aufvalutierung der Restvaluta bis zur Höhe der werthaltigen Besicherung nachgedacht werden. Gleiches gilt für das Ausweiten von (ggf. schon vorhandenen) Kreditlinien.

Oft enthalten Kreditvereinbarungen Sondertilgungsmöglichkeiten. Die Zufuhr frischer Liquidität⁸⁹³ kann dazu genutzt werden, teure Verbindlichkeiten, z. B. eine überzogene Kreditlinie oder nicht mehr werthaltig besicherte Darlehen, mit Sondertilgungen in den vertraglich vereinbarten Bereich zurückzuführen. Mit der Rückführung von Überziehungskrediten oder Darlehen kann wiederum die laufende liquiditätsmäßige Belastung reduziert werden.

6.6.7. Aufnahme von Drittmitteln

Eine drohende Zahlungsunfähigkeit kann durch die Aufnahme von neuen Darlehen, das Dulden von Überziehung oder die Zusage neuer Kreditlinien behoben werden. Inwieweit und unter welchen Umständen (z. B. enge Covenants, risikoadjustierte Zinsen etc.) Banken und sonstige Finanziers allerdings dazu bereit sind, in wirtschaftlich schwierigen Zeiten Darlehen an kriselnde Gesellschaften auszureichen, muss immer einer Einzelfallbetrachtung unterzogen werden. Das bis dato finanzierende Institut, das hohe Ausfälle zu befürchten hat, wird nur dann weitere Darlehen ausreichen, wenn es sicher sein kann, dass dadurch ursprünglich begebenen Darlehen (z. B. durch die Herstellung einer Vermietung und den Erhalt oder die Optimierung von Cashflows) wieder werthaltig werden.⁸⁹⁴

6.7. Weitere (nicht-finanzielle) Sanierungsansätze

Maßgeblich für die erfolgreiche Sanierung einer Fondsgesellschaft ist die nachhaltige Beseitigung der Überschuldung bei gleichzeitiger Sicherstellung nachhaltiger Liquiditätsströme. Neben den in Kapitel 5.7 beschriebenen Alternativen zu einer Sanierung stehen außer den in diesem Kapitel beschriebenen Bausteinen weitere Möglichkeiten zur Verfügung, eine Sanierung erfolgreich zu begleiten.

⁸⁹³ Im Wesentlichen durch die in Kapitel 6.5 dargestellten Maßnahmen der Gesellschafter.

⁸⁹⁴ Vgl. Faulhaber und Landwehr (2005), S. 44.

6.7.1. Weitere Sanierungsbeiträge eines Gesellschafters

Gesellschafter oder externe Dritte können eine (Teil-)Schuldübernahme nach §§ 414 ff BGB. antreten. Aus Sicht des Gesellschafters handelt es sich hierbei um die Übernahme zusätzlicher, nachträglicher Anschaffungskosten im Rahmen seiner Beteiligung.⁸⁹⁵ Unabhängig davon, ob Gesellschafter oder externe Dritte (Teil-)Schulden übernehmen, wird de facto eine Auswechslung des Schuldners vollzogen.⁸⁹⁶ Durch die Schuldübernahme wird die Passivseite der Fondsgesellschaft entlastet, was zunächst die Überschuldung nach § 19 InsO beseitigt. Sofern im Rahmen der Schuldübernahme keine Anpassung der Finanzierungsbedingungen stattfindet, ist nicht davon auszugehen, dass mit diesem Instrument eine Verringerung der laufenden Zins- und Tilgungsleistungen erreicht wird. Vielmehr ist zu hinterfragen, ob ein Gesellschafter (oder externe Dritte) vor dem Hintergrund der Sanierungsbedürftigkeit bereit sind, eine Schuldübernahme zu den bisherigen Konditionen weiterzuführen, oder ob im Rahmen der Schuldübernahme nicht etwa neue, für die Gesellschaft ungünstigere Konditionen vereinbart werden müssen. Bei Krisenunternehmen führt die Schuldübernahme zu einem ergebniserhöhenden Sanierungsgewinn, der entsprechend durch die Fondsgesellschaft zu versteuern ist.⁸⁹⁷

Neben der Schuldübernahme wäre aus Sicht des Gesellschafters noch ein Schuldbeitritt denkbar. Bei diesem verpflichtet sich der Gesellschafter (oder ein Dritter), neben dem bisherigen Schuldner für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft einzustehen. Hierdurch erfolgt kein Schuldnerwechsel, es entsteht eine Schuldnermehrheit, die als Gesamtschuldner gegenüber den Gläubigern haftet.⁸⁹⁸ Als Alternative zum Schuldbeitritt ist auch (eine der Höhe nach begrenzte) Bürgschaft als zusätzliche Sicherheit für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft denkbar, was den Vorteil hat, dass das Risiko einer vollen Inanspruchnahme des beitretenden Schuldners vermieden wird. Bei der Bürgschaft sind Bürge und Schuldner nicht Gesamtschuldner, sondern jeweils aus einem eigenständigen Rechtsverhältnis zur Leistung verpflichtet,

⁸⁹⁵ Vgl. Buth und Hermanns (2014a), S. 293; vgl. auch Buth und Hermanns (2014b), S. 815.

⁸⁹⁶ Vgl. Buth und Hermanns (2014a), S. 293.

⁸⁹⁷ Vgl. Buth und Hermanns (2014b), S. 815.

⁸⁹⁸ §§ 421 ff. BGB.

sofern die Voraussetzungen hierfür vorliegen.⁸⁹⁹ Im Hinblick auf den Überschuldungsstatus bleiben Bürgschaft und Schuldnerbeitritt folgenlos,⁹⁰⁰ da die Verbindlichkeiten auf Ebene der Gesellschaft verbleiben und damit die Relation zwischen Eigen- und Fremdkapital nicht verändert wird.

In der Praxis kommen beide Sanierungsbausteine bei der Sanierung geschlossener Immobilienfonds nur äußerst selten zur Anwendung, allenfalls ist dies mitunter bei geschlossenen Immobilienfonds mit einer sehr geringen Anzahl an Anlegern und in der Rechtsform der unbeschränkt haftenden Personengesellschaft der Fall. Es kann davon ausgegangen werden, dass Gesellschafter und Dritte ihre Beteiligung nur dann anbieten, wenn ein äußerst erfolgversprechendes Sanierungskonzept vorliegt. Gleichzeitig werden sich sowohl Gesellschafter als auch ein fremder Dritter ihren Einsatz mit einer entsprechenden Risikomarge vergüten lassen, was dazu führt, dass zumindest, anders als beim Schuldenbeitritt, bei einer Schuldübernahme zwar die Überschuldung beseitigt, gleichzeitig die liquide Situation der Gesellschaft aber deutlich belastet wird.

Analog zu den im nachfolgenden Abschnitt beschriebenen nicht-finanziellen Sanierungsbausteinen der Banken kann auch auf die Expertise des teilweise vielseitigen und umfangreichen Gesellschafterkreises (z. B. Steuerberater, Juristen, Kaufleute, Banker, Makler etc.) zurückgegriffen werden. Dabei ist das Expertenwissen aus dem Gesellschafterkreis und allem voran die Motivation, es anzubieten, genauestens zu hinterfragen, da gerade im Rahmen einer Sanierung die Gefahr besteht, dass jeder Gesellschafter nur darauf bedacht ist, das Beste für sich persönlich (z. B. durch die Vergütung der übernommenen Geschäftsführung- oder Beiratsmandate, die Vergütung von Gutachten und Beratungsleistungen etc.) aus dem Arrangement herauszuholen, ohne dabei das Beste für die gesamte Fondsgesellschaft anzustreben. Gleichzeitig ist zu hinterfragen, ob ein Experte aus dem Gesellschafterkreis als unbefangener Dritter in einer Krisensituation agieren kann.

⁸⁹⁹ Vgl. Buth und Hermanns (2014a), S. 293. Nach § 771 BGB kann der Bürge die Befriedigung des Gläubigers verweigern, solange nicht der Gläubiger eine Zwangsvollstreckung gegen den Hauptschuldner ohne Erfolg versucht hat (Einrede der Vorausklage). Bei einer sog. selbstschuldnerischen Bürgschaft nach § 773 Abs. 1 Nr. 1 entfällt dieses Merkmal, da der Bürge auf die „Einrede der Vorausklage“ verzichtet hat.

⁹⁰⁰ Vgl. Buth und Hermanns (2014a), S. 293.

6.7.2. Weitere Sanierungsbeiträge von Banken

Auch Kreditinstitute haben die Möglichkeit, eine Sanierung über nicht-finanzielle Beiträge zu unterstützen. Hierzu zählen in erster Linie Koordinations-, Vermittlungs- und vor allem Beratungsleistungen bzw. die Vermittlung von auf die Sanierung des Unternehmensträgers spezialisierten Beratern unter anderem zur Schwächen- und Fehleranalyse.⁹⁰¹

Die Chancen eines Sanierungserfolges steigen, wenn externe Spezialisten bei der Realisierung entweder als Geschäftsleiter des Fonds oder als Berater eingesetzt⁹⁰² und mit ihrer Hilfe die geplanten Sanierungsmaßnahmen im zu sanierenden Subjekt aufbau- und ablauforganisatorisch fest verankert werden.⁹⁰³

Hinzu kommt, dass die Gläubiger ein hohes Informationsbedürfnis über die Abarbeitung der (Teil-)Projekte und Maßnahmenpakete im Rahmen der Sanierung haben werden. Dieses Informationsbedürfnis kann besonders von unabhängigen Beratern bedient werden. Möglich ist beispielsweise eine Sanierungsgeschäftsführung durch externe Spezialisten, die Belassung der bisherigen Geschäftsführung unter Zuhilfenahme eines externen Beraters zur fachlichen Unterstützung des Managements oder auch ein vollständiger Austausch des Managements (Wechsel des Geschäftsbesorgers). Mit Hilfe der Expertise eines Sanierungsberaters können Schwächen der Unternehmensführung behoben werden.⁹⁰⁴ Ein den Restrukturierungsprozesses begleitender Berater und/oder die Neuaufstellung des Krisenmanagements haben (zumindest kurzfristig) den Vorteil, keine weiteren Verlustrisiken eingehen zu müssen.⁹⁰⁵

Besonders Hausbanken spielen oft eine Schlüsselfunktion bei der Sanierung des Unternehmensträgers. Ohne ihre Unterstützung kann eine Sanierung nur selten erreicht werden⁹⁰⁶ – dies insbesondere auch vor dem Hintergrund, dass eine fremde, bislang unbeteiligte Bank nur

⁹⁰¹ Vgl. Kemper (2014), S. 55; vgl. auch Wittig (2009), S. 255.

⁹⁰² Vgl. Portisch et al. (2008), S. 494 ff.; vgl. auch David (2001), S. 438 ff. Vgl. hierzu auch die Auswertung zu Frage 16 in Kapitel 8.3.3. Sämtliche Experten haben angegeben, dass durch das Einbinden externer, spezialisierter und unbefangener Berater die Aussicht auf eine erfolgreiche Sanierung deutlich gesteigert werden konnte.

⁹⁰³ Vgl. Portisch (2014), S. 311 f.

⁹⁰⁴ Vgl. Portisch (2014), S. 180 f.; vgl. auch Wittig (2009), S. 255.

⁹⁰⁵ Vgl. Kemper (2014), S. 55.

⁹⁰⁶ Vgl. Schellberg (2008), S. 45.

in den seltensten Fällen einen neuen Kredit an die sich in Schieflage befindliche Gesellschaft ausreichen wird und somit die bislang finanzierende Bank in der Vielzahl der Fälle der letzte mögliche Finanzier bleibt. Sofern die Hausbank von der Sanierungsfähigkeit des Unternehmensträgers überzeugt werden kann, kann das Sicherheits- und Informationsbedürfnis der Bank durch das Einschalten eines ihr vertrauten Sanierungsberaters weiter gestärkt werden, indem diese mit dem Unternehmensträger die Restrukturierung bzw. die Sanierung unter anderem im Sinne der Bank weiter vorantreibt.⁹⁰⁷

Des Weiteren können Banken aufgrund der Vielzahl an begebenen Finanzierungen auf zumeist sehr spezielle und umfassende Branchenkenntnis sowie ihre bereits erlangten Sanierungserfahrungen zurückgreifen.⁹⁰⁸ Gleiches gilt für die Nutzung von Bankdienstleistungen zur Straffung des Zahlungsverkehrs und zur Steuerung der Liquidität (Cash-Management, Factoring etc.).⁹⁰⁹ Mit Hilfe des Cross-Selling-Ansatzes kann auf das interne Netzwerk der Bank zurückgegriffen werden. Nicht selten haben Banken eigene Transaktions- und Vermietungsabteilungen oder unterhalten zumindest entsprechende Kooperationen, sodass hier Synergieeffekte für die Vermarktung von Leerstandsflächen oder dem Bestandsobjekt genutzt werden können. Gleiches gilt für die Betreuung von Privat- oder Gewerbekunden. Die Bankberater kennen ihre (gewerblichen) Kunden und wissen gegebenenfalls, ob z. B. neue Büro- oder Produktionsflächen gesucht werden oder ob z. B. (Privat-)Kunden an der Übernahme einer (risikobehafteten Eigen-)Kapitalbeteiligung interessiert sind.⁹¹⁰

6.7.3. Teilliquidation durch Veräußerung von Anlage- und Umlaufvermögen

Da davon auszugehen ist, dass eine Immobilienfondsgesellschaft ein ggf. vorhandenes Umlaufvermögen im Form von Termingeldern, kurzfristigen Wertpapieren etc. bereits vor Eintreten der wirtschaftlichen Schwierigkeiten liquidiert hat, ist im Zuge der Liquiditätsbeschaffung auch das Anlagevermögen der Gesellschaft zu durchleuchten.⁹¹¹ Je nach Ausgestaltung der

⁹⁰⁷ Vgl. Schellberg (2008), S. 45.

⁹⁰⁸ Vgl. Kemper (2014), S. 55.

⁹⁰⁹ Vgl. Wittig (2009), S. 255.

⁹¹⁰ Wittig (2009), S. 255.

⁹¹¹ Vgl. Bach (2010), S. 122. Auch im dem Fall, dass keine Sanierungsbedürftigkeit vorliegt, ist nicht davon auszugehen, dass eine Immobilienfondsgesellschaft über ein erhebliches Umlaufvermögen verfügt, da es ja gerade

Immobilienfondsgesellschaft verfügt die Fondsgesellschaft möglicherweise über mehrere Immobilien im Anlagevermögen, die sich in ihrer Wertigkeit unterscheiden. Auf die Wertigkeit können unterschiedliche Faktoren Einfluss haben. So spielen die Lage, der Vermietungsstand, der Instandhaltungszustand, die Laufzeit der Mietverträge und die Bonität der Mieter eine erhebliche Rolle bei der Bewertung der Immobilien. Sollte es innerhalb eines notleidenden Portfolios Immobilien geben, die bei einer freihändigen Veräußerung überproportional zur Entlastung der Gesellschaft beitragen würden, ist von der Gesellschafterversammlung zu entscheiden, ob dieses Kapital eventuell freigesetzt werden sollte, um damit Verbindlichkeiten (überproportional) zurückzuführen und die Gesamtstruktur der Gesellschaft zu entlasten. Auch das Aufteilen von Immobilien nach dem WEG-Gesetz mit anschließender (Teil-)Veräußerung kann eine Möglichkeit sein, die finanzielle Situation zu entlasten. In einem fortgeschrittenen Krisenstadium dient die Immobilie regelmäßig der Kreditbesicherung einer begebenen Finanzierung. Daher wird die freihändige Veräußerung der Immobilie immer nur mit Zustimmung der finanzierenden Bank möglich sein.⁹¹²

Einhergehend mit der (teilweisen) Liquidierung des Anlagevermögens können die laufenden Kosten der Gesellschaft reduziert werden. Es können Dienstleistungsverträge aufgekündigt und nicht mehr relevante bzw. proportionale Strukturkosten eingespart werden. Auch ist zu beachten, dass die Gesellschaft durch die überproportionale Rückführung von Fremdkapital erheblich weniger Zins- und Tilgungsbeiträge an das finanzierende Institut abzuführen hat. Der (verminderte) Ertrag aus den verbleibenden Immobilien kann dann mitunter schon ausreichen, um die verbleibende Finanzierungsstruktur zu bedienen. Idealerweise verbleiben nach Veräußerung der Immobilie(n) noch liquide Mittel, die durch die Fondsgesellschaft dazu verwendet werden können, die verbleibende(n) Immobilie(n) wieder aufzuwerten und dadurch den Ertrag wieder zu erhöhen oder aber zumindest nachhaltig zu festigen. Andernfalls führt die überproportionale Rückführung von Fremdkapital zumindest dazu, dass die laufenden Verpflichtungen der Fondsgesellschaft so weit gesenkt werden können, dass ein positives Ergebnis erwirtschaftet werden und ggf. eine Ausschüttung an die Gesellschafter erfolgen kann.

im Interesse der Anleger ist, überschüssiges Kapital als Rendite auf das eingesetzte Kapital auszuschütten. Sofern zukünftige Investitionen, im schlimmsten Fall eine Sanierungsnotwendigkeit, rechtzeitig erkannt werden, kann mit Hilfe eines Ausschüttungsstopps Umlaufvermögen in Form eines Kassenbestandes angespart werden.

⁹¹² Vgl. Bach (2010), S. 123.

Im Fall, dass der Veräußerungserlös unterhalb des Buchwertes liegt bzw. nicht ausreicht, die auf die Immobilie entfallende Finanzierung zurückzuführen, kann es dennoch sinnvoll sein, die Immobilie am Markt zu veräußern. Die Veräußerung führt dann zwar nicht direkt zu einer Verbesserung der Liquidität, doch kann ein Teil der laufenden Bewirtschaftungskosten entfallen.⁹¹³ Im Zuge der Verringerung der laufenden Kosten wird somit auf lange Sicht zumindest eine indirekte Verbesserung der liquiden Situation der Gesellschaft erzielt. Generell ist zu vermeiden, dass eine Immobilie unter Druck bzw. im Rahmen einer Zwangsversteigerung am Markt platziert wird, da davon auszugehen ist, dass durch das Betreiben eines Zwangsversteigerungsverfahrens nicht die eigentlich am Markt erzielbaren Preise realisiert werden können. In diesem Fall würden die Gesellschafter (und ggf. die Gläubiger) einen weiteren Teil ihres eingesetzten Vermögens verlieren.⁹¹⁴

Sofern sich die Gesellschafter dafür entscheiden, sämtliche Gegenstände aus dem Anlagevermögen zu veräußern, erlischt die Notwendigkeit des Fortbestandes der Fondsgesellschaft. Im Vergleich zum Notverkauf (wie in Kapitel 5.7.1 ausgeführt) bietet der strukturierte Veräußerungsprozess insoweit einen Vorteil, als der Markt sondiert und der unter den gegebenen Restriktionen geeignetste Käufer ausgewählt werden kann. Gleichzeitig kann vorausgesetzt werden, dass im Rahmen eines strukturierten Veräußerungsprozesses ein wesentlich höherer Veräußerungserlös erzielt werden kann, als dies im Rahmen eines Notverkaufes der Fall wäre.

6.7.4. Sanierungsbeitrag durch Verbesserung der Immobilien und der an der Immobilie beschäftigten Dienstleister und Organe

Nicht immer handelt es sich bei der Sanierung einer Immobilienfondsgesellschaft um eine rein bilanzielle Sanierung. Oftmals geht die Krisensituation mit sinkenden oder ausbleibenden Cashflows aus dem Investitionsobjekt einher. Die Gründe und Ursachen hierfür sind vielfältig und in jedem Einzelfall genau zu identifizieren. Hohe Leerstände, ein aufgelaufener Investitionsstau, eine schlechte Vermarktung und schlechtes Management können hier beispielhaft angeführt werden.⁹¹⁵ Gerade diese Faktoren können dazu führen, dass eine möglicherweise

⁹¹³ Vgl. Bach (2010), S. 124.

⁹¹⁴ So auch Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

⁹¹⁵ Zu den Gründen und Ursachen, warum sich geschlossene Immobilienfonds in der Krise befinden können, vgl. ausführlich Kapitel 5.2.

in der Gesellschaft vorhandene Liquidität aufgezehrt wird und laufende Verpflichtungen (zukünftig) nicht mehr bedient werden können. Eine Reduktion des Verkehrswertes und eine Überschreitung der im Kreditvertrag vereinbarten Beleihungsausläufe sind die Folge.

Gelingt es den an der Sanierung Beteiligten, liquide Mittel freizusetzen bzw. über die zuvor genannten Instrumente zu beschaffen, so ist in einem weiteren Schritt dafür Sorge zu tragen, dass das zur Verfügung gestellte Kapital bestmöglich eingesetzt wird, um die Werthaltigkeit des Investitionsobjektes zu stabilisieren oder gar zu erhöhen, laufende Cashflows zu erhalten und neue zu erschließen. Mängel und ein möglicher Instandhaltungstau sind abzubauen, die Immobilie und insbesondere die Leerstandsflächen sind durch Investitionen so attraktiv zu gestalten, dass die Immobilie dem Markt erfolgreich zugeführt werden kann. Erst mit Hilfe solcher Investitionen kann es der Fondsgesellschaft gelingen, die Mietflächen (ggf. mit Hilfe von Incentivierungen) zu ortsüblichen Mieten am Markt anzubieten, den Leerstand in der Immobilie weiter abzubauen und den Cashflow sicherzustellen. Im Rahmen des Sanierungskonzeptes sind deshalb neben den finanziellen Sanierungsbausteinen auch die Zuhilfenahme, der an der Immobilie beschäftigten Dienstleister (Geschäftsbesorgung, Hausverwaltung, FM-Dienstleister etc.) bei der Erstellung eines realistischen, priorisierten Maßnahmenkataloges einzubeziehen.

Mit Ausbleiben von versprochenen Renditen ggf. unter der Androhung von Nachschussverpflichtungen beginnen die Gesellschafter (ggf. zu Recht) an der Seriosität und der fachlichen Qualifikation der von ihnen beauftragten Dienstleister (Beirat, Geschäftsbesorger, geschäftsführender Kommanditist) zu zweifeln. Die Gesellschafterversammlung wird beginnen, die Aufgaben und Tätigkeiten der von ihnen beauftragten Dienstleister zu prüfen und kritisch zu hinterfragen. Stellt sich dabei heraus, dass die Qualität der Leistungen und der Umgang mit der Immobilie nicht zufriedenstellend sind, werden (schwerwiegende) Fehler aufgedeckt oder sogar Klüngeleien zwischen den agierenden Organen festgestellt,⁹¹⁶ wird die Gesellschafterversammlung dafür Sorge tragen, dass die berufenen Organe und Dienstleister ausgetauscht und ggf. sogar Schadensersatzforderungen geltend gemacht werden. Hierbei ist darauf zu achten, dass die neu zu besetzenden Posten mit qualifiziertem Fachpersonal (geschäftsführender Kommanditist, Beirat) bzw. mit qualifizierten Dienstleistern (Geschäftsbesorger,

⁹¹⁶ Vgl. Süddeutsche Zeitung (2010), dpa (2015a), Schulte (2014) und Rottwilm und Müller (2013).

Hausverwaltung, Facility-Manager etc.) besetzt werden, und vor allem niemand mit diesen Aufgaben betraut wird, bei dem wegen persönlicher Interessen ggf. mit einer persönlichen Bevorteilung zu rechnen ist.⁹¹⁷

Ob und inwieweit von der Gesellschaft beauftragte Dienstleister in die Sanierung mit einzubeziehen sind, ist kritisch zu hinterfragen. Grundsätzlich können für diese Gläubigergruppe auch die oben dargestellten Sanierungsbausteine, wie etwa das Stillhalten, die Stundung, der Forderungsverzicht o. ä. in Betracht kommen. Gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass gerade diese Dienstleister z. B. durch das konsequente Eintreiben von Mieten, die laufende Instandhaltung oder durch die Vermietung und die Herrichtung von Leerstandsflächen maßgeblich dazu beitragen können, den notwendigen Cashflow sicher zu stellen.

⁹¹⁷ Zur Auswahl geeigneter Schlüsselpersonen vgl. Kapitel 3.6.9 bzw. zu den Beteiligten an einer Sanierung und ihren jeweiligen Interessen Kapitel 5.6.

7. Kommunikation als zentraler Bestandteil des Krisenmanagements

Neben der Erarbeitung und Umsetzung der finanziellen Sanierungsbausteine ist die Krisenkommunikation ein zentraler Bestandteil des Krisenmanagements.⁹¹⁸ Sie verlangt genauso wie jedes andere (Krisen-)Managementinstrument klare Strukturen und durchdachte Strategien. Objektgesellschaften, wie geschlossene Immobilienfonds, verfügen in der Regel über kein eigenes Personal; umso wichtiger ist es, dass die Verantwortlichen (Initiatoren, Geschäftsführer, Geschäftsbesorger etc.) sich mit dem Krisenmanagement auseinandersetzen, um dem Druck in einer Krise Stand zu halten. Eine nicht gut vorbereitete oder fehlerhafte Krisenkommunikation kann eine Krise unnötig eskalieren lassen, das Vertrauen der Stakeholder (nachhaltig) beeinträchtigen und die Glaubwürdigkeit der verantwortlichen Akteure schädigen. Widersprüchliche Aussagen der Verantwortlichen, der Experten und der externen Gutachter, Missverständnisse, Schuldzuweisungen und Diskussionen erschweren die Krisenbewältigung erheblich.⁹¹⁹

7.1. Proaktive Kommunikation: Die Wahrheit ist die schärfste Waffe

Befindet sich die Objektgesellschaft in einer (wirtschaftlich) guten Lage, so fällt es den in der Objektgesellschaft tätigen Akteuren leicht, die richtigen Informationen an die Gesellschafter und Gläubiger weiterzugeben. Gerät der geschlossene Immobilienfonds ins Straucheln oder droht die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, ziehen sich handelnde Akteure oft zurück,⁹²⁰ der Informationsfluss wird einsilbig und diffus. Doch gerade im Krisenfall und bei Sanierungsbemühungen sollte ein enger Kontakt mit den Stakeholdern gepflegt werden, denn ein unzureichender oder gar fehlender Informationsfluss und die damit verbundene Ungewissheit bei allen Beteiligten werden unangenehme Nachfragen von Stakeholdern nur noch weiter

⁹¹⁸ Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 2.

⁹¹⁹ Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 3. Gemeint sind die häufig zu beobachtenden Diskrepanzen zwischen der Geschäftsführung, dem Geschäftsbesorger, dem Beirat und den (enttäuschten) Anlegern, die jeweils ihre eigenen Auffassungen vertreten und ggf. eigenständig (Gegen-)Gutachten beauftragen, was Verwirrung stiftet.

⁹²⁰ Zacher (2013) geht in seinem Gastbeitrag auf cash.online im Wesentlichen auf das Kundenmanagement im Allgemeinen ein.

provozieren.⁹²¹ Ein proaktives Verhalten kann entscheidend dazu beitragen, die Deutungshoheit über eine Krise zu behaupten und soweit wie möglich im Sinne der Akteure zu steuern.⁹²² Agiert ein Stakeholder aufgrund unvollkommener Informationen, kann dies zu weiteren ungewollten und vermeidbaren Komplikationen führen.

Die Kommunikation mit den Stakeholdern, insbesondere aber mit den Anlegern, zählt zur Königsdisziplin eines erfahrenen Geschäftsbesorgers. In erster Linie geht es bei der Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds um die Rettung des von den Gesellschaftern in die Fondsgesellschaft eingebrachten Eigenkapitals und die Begrenzung möglicher haftungsrechtlicher Inanspruchnahmen. Aber auch die übrigen Stakeholder wie die finanzierende Bank, die Mieter und die von der Objektgesellschaft beauftragten Unternehmen haben Interesse daran und eventuell sogar ein Anrecht darauf, informiert zu werden, da unter Umständen auch hier Verbindlichkeiten nicht mehr ausreichend bedient werden können oder die Situation unvorhersehbare, ggf. mit Risiken behaftete Veränderungen mit sich bringt. Gerade in einer Krisensituation sollten sich die Stakeholder einer Objektgesellschaft mit ihren Fragen und Befürchtungen ernstgenommen fühlen.⁹²³ In jedem Training zur Verhaltenspsychologie wird gelehrt, dass es von zentraler Bedeutung ist, dem Gegenüber ein Gefühl der Wertschätzung und der besonderen Berücksichtigung seiner Interessen zu vermitteln – gerade das ist in schwierigen Situationen unbedingt zu berücksichtigen.⁹²⁴

Zu kommunizierende Inhalte sollten leicht verfügbar sowie verständlich und kompakt formuliert sein. Kurze, präzise Statements, welche die wesentlichen Fakten, die zentrale Botschaft und die Position der Objektgesellschaft bzw. der Anleger transportieren, stellen den Kern erfolgreicher Kommunikation dar.⁹²⁵ Die Krisenkommunikation sollte dabei offen, ehrlich und glaubwürdig sein.⁹²⁶ Mangelnde Erreichbarkeit oder oberflächliche Antworten können das genaue Gegenteil bewirken und eine Krise weiter befeuern. Das Schönreden, eine

⁹²¹ Vgl. Zacher (2013).

⁹²² Vgl. Merten (2014), S. 166, 168.

⁹²³ Vgl. Zacher (2013).

⁹²⁴ Vgl. Zacher (2013); vgl. Fleig (2013).

⁹²⁵ Vgl. Möhrle (2016), S. 184, vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 10.

⁹²⁶ Vgl. Fleig (2013); vgl. Merten (2014), S. 166, 168 ff.; vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 10, 21 f.; vgl. Kraus (2014), S. 81.

bruchstückhafte Informationsweitergabe oder gar Schweigen werden eine Krise fast immer verschärfen, da man Dritten die (Fehl-)Verarbeitung und (Fehl-)Interpretation von Informationen überlässt.⁹²⁷ Zwar ist unstrittig, dass einige Taktiken zur verzögerten Informationsweitergabe die Akteure der Objektgesellschaft über Stunden, Tage oder gar Wochen hinwegtragen und somit etwas Zeit verschafft werden kann, doch ist dafür ggf. im Nachhinein mit Zinsszins zu büßen.⁹²⁸

Es empfiehlt sich deshalb, die folgenden Inhalte klar, widerspruchsfrei, wahrheitsgemäß und transparent zu kommunizieren:⁹²⁹

- Was ist der Inhalt der Krise und was hat diese verursacht? Hier sollte darauf geachtet werden, dass eine klare und deutliche Abgrenzung zu dem vorgenommen wird, was noch funktioniert.
- Wie wird die Geschäftsbesorgung auf die Krise reagieren, welche konkreten Maßnahmen werden eingeleitet und welche Ziele stehen dabei im Vordergrund? Was sind die nächsten Schritte, die von der Geschäftsbesorgung unternommen werden?
- Widersprüchliche Aussagen sind eine Einladung zu hartnäckigen Rückfragen; führt die Kommunikation dazu, dass am Wahrheitsgehalt der getätigten Aussagen Zweifel aufkommen, kann dies neben der eigentlichen Krise noch eine Kommunikationskrise heraufbeschwören.

7.2. Wodurch sich erfolgreiche Krisenkommunikation auszeichnet

Krisenkommunikation ist Chefsache und gehört zu den wichtigsten Aufgaben der Geschäftsführung eines geschlossenen Immobilienfonds.⁹³⁰ Um diese Herausforderung erfolgreich zu meistern, ist entscheidend, dass sich die Geschäftsführung auf ein eingespieltes, routiniertes Team stützen kann. Im Ernstfall ist dies sogar wichtiger als alle formalen und strukturellen Voraussetzungen.⁹³¹ Die Mitglieder des Krisenmanagements sollten dabei vollumfänglich über

⁹²⁷ Vgl. Fleig (2013); vgl. Steinke (2014), S. 89 f.

⁹²⁸ Vgl. Steinke (2014), S. 90.

⁹²⁹ Vgl. Fleig (2013); vgl. Merten (2014), S. 166 f.; vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 10, 21 f.

⁹³⁰ Vgl. Fleig (2013); vgl. auch Steinke (2014), S. 60 ff.

⁹³¹ Vgl. Möhrle (2016), S. 153.

die Strukturen eines geschlossenen Immobilienfonds im Allgemeinen und den betroffenen Fonds im Speziellen im Bilde sein. Die fachlichen und persönlichen Kompetenzen eines Krisenmanagers sind dabei nicht zu unterschätzen. Ein Krisenmanager sollte krisenerprobt sein und über folgende spezifische Fähigkeiten verfügen:⁹³²

- gute Managementfähigkeiten unter Extrembedingungen,
- Stressresistenz und hohe Belastbarkeit,
- persönliche Souveränität und Durchsetzungsfähigkeit,
- Fähigkeit zur Reflexion und Distanzierung,
- Erfahrung im Umgang mit unter Umständen (verbal) aggressiven Stakeholdern,
- hohe Kooperationsfähigkeit,
- gute Ausdrucksfähigkeit und
- persönliche Integrität.

Wird das Krisenmanagement einer Fondsgesellschaft den bisherigen Akteuren überlassen, so ist es unerlässlich, dass die handelnden Personen unter den vorherrschenden Extrembedingungen kooperativ zusammenarbeiten. Profilierungsversuche und Egotrips Einzelner können dabei als regelrechte Krisen-Booster fungieren.⁹³³ Oft wird, unter anderem vor dem Hintergrund des drohenden Imageverlustes und der Gefahr, dass die Gesellschafter den Agierenden das Misstrauen aussprechen und diese durch neue Dienstleister (Geschäftsbesorgung, Rechtsanwälte, Hausverwaltung etc.) ersetzen, durch die Akteure so lange wie möglich versucht, eine Krise der Objektgesellschaft zu verheimlichen. So ist es häufig der Fall, dass die am Management eines Fonds Beteiligten eine Krise erst dann offenbaren, wenn diese unabwendbar scheint und sich vor den Gesellschaftern nicht mehr verheimlichen lässt. Da die Akteure zudem oft nicht krisenerfahren sind und unterschiedliche (persönliche) Interessen verfolgen, empfiehlt es sich nach Erkennen der Krisensituation, ein auf Sanierungen spezialisiertes Unternehmen zu beauftragen und die Kompetenzen entsprechend zu übertragen.⁹³⁴

⁹³² Aufzählung entnommen aus Möhrle (2016), S. 152 f.

⁹³³ Vgl. Möhrle (2016), S. 153. Initiatoren und die Geschäftsleitung könnten versuchen „ihre Schäfchen ins Trockene“ zu bringen. Gesellschafter und Beirat werden „aufmüpfig“ und sorgen für schlechte Stimmung, da realisiert wird, dass das Eigenkapital verbrannt.

⁹³⁴ Vgl. hierzu auch die Auswertungen zu Frage 16 in Kapitel 8.3.3.

Die Delegation der Kompetenzen ist unter anderem auch deshalb wichtig, weil auf Ebene der Gesellschafter der Verlust des eingebrachten Eigenkapitals schnell zu emotionalen Reaktionen führen kann. Unter Umständen kann dies unkalkulierbare Risiken mit sich bringen. Doch auch Banken und Nachunternehmer der Fondsgesellschaft bangen um ihr Geld und können voreilig und unkontrolliert reagieren. Beratungsunternehmen für Krisenmanagement sind darauf spezialisiert, eine solche Situation bestmöglich aufzufangen. Sie sollten deshalb nach Eintreten einer Krise sofort von der Geschäftsleitung des Fonds zur Hilfe gerufen werden, was aber oftmals erst auf Drängen der Gesellschafter oder der finanzierenden Bank, und damit zu spät, geschieht. Da sie nicht durch monetäre Verquickung gebunden sind, können externe Berater frei von persönlichen Interessen und emotionalen Befindlichkeiten agieren, eine einheitliche Strategie entwickeln und so eine erfolgreiche Sanierung oder – sofern es das Sanierungskonzept vorsieht – zumindest eine finanziell möglichst schmerzfrei Liquidation der Gesellschaft vorantreiben. Entsprechende Beratungsunternehmen sind allein aufgrund ihrer praktischen Erfahrungen im Umgang mit Krisensituationen so professionell, wie sonst kaum jemand. Hinzu kommt, dass es sich meist um Rechtsanwaltskanzleien mit zusätzlichen Spezialisten der Bank- und Betriebswirtschaftslehre handelt, die gebündelt über das notwendige Know-how zur Sanierung einer Fondsgesellschaft verfügen.

Krisen spitzen sich im Verlauf der Zeit zu, gleichzeitig nehmen die Handlungsalternativen stetig ab.⁹³⁵ Da die Krise einer Objektgesellschaft bei Bekanntwerden meist schon vorangeschritten ist, gilt es, zügig und konsequent zu handeln. Sofern die beteiligten Akteure für die Krise mitverantwortlich sind und das Misstrauen z. B. aufgrund einer Verschleierungstaktik bzw. nicht umfänglicher Informationspolitik durch die Gesellschafter und/oder finanzierenden Bank bereits ausgesprochen wurde, sollten sie durch einen fachlich kompetenten Krisenmanager ausgetauscht werden. Wichtig ist – unabhängig davon, ob das bestehende Management im Amt bleibt oder durch einen Krisenmanager ersetzt wird –, dass getroffene Entscheidungen kurzfristig und konsequent umgesetzt werden. Entsprechende Vollmachten und Befugnisse sind zügig zu erteilen, Funktionen und Aufgaben zu verteilen und notwendige Gesellschafterbeschlüsse herbeizuführen.⁹³⁶

⁹³⁵ Vgl. Bauer (2016), S. 4 ff.; vgl. Grethe (2010), S. 19. Vgl. auch Abbildung 20.

⁹³⁶ Vgl. Möhrle (2016), S. 185.

Nach Bekanntwerden einer Krise ist zunächst die gegenwärtige Situation zu analysieren. Im Mittelpunkt der Analyse müssen der Ursprung der Krise, die sich daraus ergebenden Konsequenzen sowie mögliche Unklarheiten stehen. Die betroffenen Stakeholder sind zu identifizieren und es ist abzustimmen, wer in welcher Tiefe zu informieren ist.⁹³⁷ Die betroffenen Stakeholder können dabei sein:

- Gesellschafter in ihrer Eigenschaft als Eigenkapitalgeber: Ihnen drohen Zahlungsausfälle in Form von Verzinsung und Kapitalverlust; ggf. sind Nachschüsse zu leisten.
- Die finanzierende Bank in ihrer Eigenschaft als Fremdkapitalgeber: Ihr drohen ebenfalls Zahlungsausfälle in Form von nicht gezahlten Zinsen und Kapitalverlust; ggf. sind Sanierungsmaßnahmen seitens der Bank notwendig, damit das von dieser begebene Fremdkapital gerettet werden kann. Unter Umständen müssen weitere Sicherheiten gestellt werden oder aber die Liquidation der Gesellschaft / die Veräußerung der Immobilie(n) vorangetrieben werden.
- Mieter als Kunden der Objektgesellschaft: Reichen die liquiden Mittel nicht aus, das Objekt ordentlich zu bewirtschaften (Betrieb und Wartung, Instandhaltung, aber auch Maßnahmen zur Steigerung der Attraktivität wie z. B. gestalterische Elemente und Marketingaktionen), ist das nachteilig für die Mieter. Die Mieterstruktur verändert sich zum Negativen. Große und bonitätsstarke Mieter, die auf eine attraktive Immobilie Wert legen, wandern ab; bonitätsschwache Mieter ziehen nach. Aufgrund der nachlassenden Attraktivität der Immobilie werden die Leerstandszeiten länger und die Anschlussmieten sinken. Droht eine Sanierung zu scheitern und kommt es im Rahmen der Insolvenz zum Verkauf der Immobilie, so erlangt der Erwerber nach § 111 InsO eine Sonderkündigungsmöglichkeit unter Einhaltung der gesetzlichen Kündigungsfrist, was für Mieter problematisch sein kann.
- Auftragnehmer bzw. Dienstleister wie Hausverwaltung, Facility-Management, Steuerberater, Rechtsanwälte, Bauunternehmen: Ihnen drohen zunächst Kürzungen des Auftragsumfanges, bei einer fortschreitenden Krise drohen Zahlungsausfälle auf bereits erbrachte Dienstleistungen.

⁹³⁷ Vgl. Möhrle (2016), S. 209.

Es ist zu beachten, dass die identifizierten Zielgruppen unterschiedliche Informationsbedürfnisse und unterschiedliche Kommunikationserwartungen haben.⁹³⁸ Ziel muss es sein, dass alle betroffenen Beteiligten die kommunizierten Informationen verstehen und ihr Informationsbedürfnis so weit wie möglich befriedigt wird. Während bei der finanzierenden Bank und den Nachunternehmern erwartet werden kann, dass diese über ausreichende kaufmännische Kenntnisse verfügen und die mit der Krise zusammenhängenden wirtschaftlichen Konsequenzen verstehen, muss davon ausgegangen werden, dass nicht jeder der Anleger über die hierfür notwendigen Fachkenntnisse verfügt und mögliche Konsequenzen nur bedingt einschätzen kann. In der – sowohl schriftlichen als auch mündlichen – Krisenkommunikation hat sich deshalb neben Schnelligkeit und Wahrhaftigkeit die Beachtung folgender Grundsätze bewährt:⁹³⁹

- In klaren und verständlichen Worten mitteilen, wie es zum Krisenereignis gekommen ist und was die daraus folgenden Konsequenzen sein könnten.
- Einfache, verständliche und kurze Sätze mit möglichst ausdrucksstarkem (bildlichem) Inhalt formulieren. Dabei gilt: so wenig wie möglich und so viel wie nötig. Das Informationsbedürfnis der einzelnen Stakeholder ist entsprechend ihrer jeweiligen Kenntnisse und Interessen zu befriedigen.
- Den Informationsgehalt der Kommunikation auf die wesentlichen Dinge konzentrieren. Diese Botschaft klar formulieren und konsequent wiederholen.

Gerät ein geschlossener Immobilienfonds in eine Krise, so sind zunächst die von den Gesellschaftern in der Gesellschaft angesparte Liquidität und das von den Gesellschaftern in die Gesellschaft eingebrachte Eigenkapital bedroht. Reicht das eingebrachte Eigenkapital nicht dazu aus, die Verluste der Gesellschaft zu decken, sind auch Teile der Fremdfinanzierung gefährdet. Aufgrund diverser steuerinduzierter Anreize⁹⁴⁰ haben in der Vergangenheit auch Gesellschafter in geschlossene Immobilienfonds investiert, die ein Ausbleiben erwarteter Verzinsungen, einen Verlust des eingesetzten Kapitals und ggf. Nachschussverpflichtungen finanziell nicht leicht verkraften können. Unabhängig davon, ob ein Gesellschafter die nicht eingetretenen

⁹³⁸ Vgl. hierzu auch Kapitel 7.3.

⁹³⁹ Vgl. Möhrle (2016), S. 210; vgl. Merten (2014), S. 166 f.; vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 10, 15. Die Grundregeln erfolgreicher Krisenkommunikation können auch der Übersicht in Bundesministerium des Inneren (2014), S. 36 f. entnommen werden.

⁹⁴⁰ Zur Entwicklung der sicher geglaubten staatlichen Subventionen vgl. Kapitel 3.6.10.

Erwartungen verkräften kann oder nicht, kann davon ausgegangen werden, dass bei einem Verlust von Kapital kein Gesellschafter erfreut sein dürfte, was oftmals wiederum zu emotionalen Reaktionen führt. Treten die Geschäftsführung oder der Krisenmanager vor die von der Schieflage Betroffenen, ist es deshalb wichtig, dass eine aufrechte und ehrliche Haltung gegenüber den Betroffenen eingenommen wird, damit diese sich ernstgenommen fühlen. Das gesprochene Wort und die Körpersprache sollten ehrlich und in sich stimmig sein, um überzeugend zu wirken. Unsicherheit, Unehrllichkeit und Desinteresse bezüglich der Sorgen der Betroffenen lassen sich durch gezieltes Training zwar verbergen, werden aber insbesondere in hitzigen Momenten offenbar oder zumindest unbewusst vom Publikum wahrgenommen.⁹⁴¹ Auftritte vor den Betroffenen sind deshalb gut vorzubereiten. Beim Kleidungsstil sollte auch auf Details geachtet werden, Gestik und Mimik sind vorab zu üben, da beides wichtige unterstützende Elemente in der Kommunikation sind, die in ihrer Wirkung keinesfalls unterschätzt werden dürfen.⁹⁴²

7.3. Identifikation der Adressaten – die Kommunikation mit den Stakeholdern

Für eine erfolgreiche Krisenkommunikation sind die jeweils spezifischen Ansprüche und Kommunikationsbedürfnisse der Stakeholder zunächst genau zu analysieren.⁹⁴³ Eine offene und zeitnahe Kommunikation bedeutet nicht zwingend, dass jeder Beteiligte sofort über alle Details unterrichtet werden muss,⁹⁴⁴ denn jede Zielgruppe braucht andere Informationen, um daraus entsprechende Handlungsoptionen ableiten zu können. So ist davon auszugehen, dass der Grad, in dem die finanzierende Bank informiert wird, deckungsgleich mit dem des Informationsbedürfnisses der Gesellschafter ist. Deutlich anders dürften die Informationen sein, die Mieter und Dienstleister benötigen und erhalten.⁹⁴⁵

⁹⁴¹ Vgl. Möhrle (2016), S. 210 f.

⁹⁴² Vgl. Möhrle (2016), S. 211.

⁹⁴³ Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 17.

⁹⁴⁴ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 94.

⁹⁴⁵ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 94.

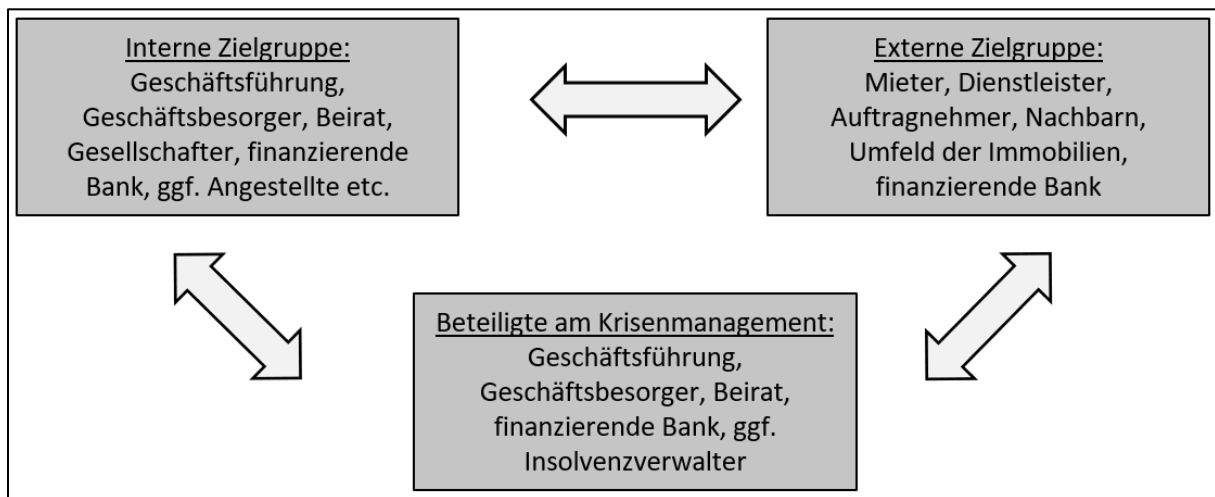


Abbildung 29: Zielgruppen der Krisenkommunikation⁹⁴⁶

Die wichtigsten Zielgruppen sind die intern Beteiligten und die Beteiligten am Krisenmanagement. Im Fall des geschlossenen Immobilienfonds spielt der größte Gläubiger, die finanzierende Bank, eine wesentliche Rolle. Allein das Recht als Gläubiger, einen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens bei Gericht zu stellen,⁹⁴⁷ ermöglicht, bei ausbleibenden Zins- und Tilgungsleistungen, einen nicht unerheblichen Druck auf die Gesellschaft (und damit auf die Gesellschafter) auszuüben. Die Möglichkeit des Insolvenzantrages und die Möglichkeit, auf die Regularien des Kreditvertrages zu pochen, ermöglichen der Bank eine wesentliche Einflussnahme auf die sanierungsbedürftige Gesellschaft. Allein schon deshalb sollte die die Gesellschaft finanzierende Bank frühzeitig und mit einer offenen und ehrlichen Kommunikation in die Erarbeitung eines nachhaltigen Sanierungskonzeptes einbezogen werden.

Wird ein Insolvenzverfahren eröffnet, ggf. sogar ein unternehmensunkundiger Insolvenzverwalter bestellt, so erschwert dies den laufenden Betrieb erheblich und schränkt die Handlungsmöglichkeiten der Gesellschafter bzw. der agierenden Akteure stark ein.

Die Grundlage für die Kommunikation mit den Gesellschaftern und der finanzierenden Bank sind üblicherweise sogenannte Sachstandsberichte. Die Sachstandsberichte orientieren sich inhaltlich an den Geschäftsberichten von Kapitalgesellschaften. Mit Hilfe von Sachstandsberichten sollen die Beteiligten umfänglich über den Ist-Zustand und die aktuellen Geschehnisse informiert werden. Ergänzt werden die Sachstandsberichte durch einen Bericht der

⁹⁴⁶ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bundesministerium des Inneren (2014), S. 17.

⁹⁴⁷ Zu den Insolvenzantragsgründen und den Antragsstellern siehe auch ausführlich Kapitel 5.3.

Geschäftsführung, einen Bericht des Beirates sowie die Protokolle der abgehaltenen Gesellschafterversammlungen und dort getroffenen Entscheidungen.

In Krisenzeiten verengt sich der Handlungsspielraum der einzelnen Akteure und die Aktions- und Reaktionszeiten werden kürzer.⁹⁴⁸ Während des Krisenmanagements sind die Gesellschafter, die finanzierende Bank und weitere Gläubiger deshalb häufig und möglichst präzise zu informieren, um Gesellschafterbeschlüsse zügig fassen zu können und dadurch die Handlungsfähigkeit aufrechtzuerhalten bzw. wiederherzustellen. Beiträge zu Sachstandsberichten, Gesellschafterversammlungen und vor allem Gesellschafterbeschlüsse können in der Regel sowohl von der Geschäftsleitung als auch von den einzelnen Gesellschaftern, dem Beirat oder dem geschäftsführenden Gesellschafter zur Abstimmung gestellt werden.

Fällt das Mittel der Wahl auf einen Gesellschafterbeschluss mittels Umlaufverfahren, so ist der informierende Teil des Gesellschafteranschreibens so zu formulieren, dass es jedem der Gesellschafter möglich ist, den Inhalt zu verstehen und fundierte Entschlüsse fassen zu können, auch wenn sein fachliches Wissen begrenzt ist.⁹⁴⁹ Den Stakeholdern sollte die Möglichkeit gegeben werden, sich bei den Verfassern des Gesellschafteranschreibens und der Gesellschaftsbeschlüsse umfänglich zu informieren.

Gesellschafterversammlungen, die als Präsenzveranstaltungen abgehalten werden, sind besonders gut vorzubereiten. In der Regel werden die Gesellschafterversammlungen in Tagungsräumen von Hotels o. ä. abgehalten, da die Objektgesellschaften selbst über keine geeigneten Räumlichkeiten verfügen, um solche Veranstaltungen mit teilweise mehreren hundert Teilnehmern durchzuführen. Ort und Zeitpunkt sollten so gewählt werden, dass die Veranstaltung von allen Gesellschaftern problemlos besucht werden kann.

Es ist davon auszugehen, dass die Gesellschafterversammlung in einer Krisensituation ein Schauplatz von Emotionen ist. Neben dem Krisenmanager und dem Geschäftsführer können auch Stimmen wie der Beirat, der geschäftsführende Kommanditist oder die Gesellschafter selbst auf der Gesellschafterversammlung sprechen. Insbesondere in Krisenzeiten ist davon auszugehen, dass insbesondere die Gesellschafter weniger Lob und Dank aussprechen, als

⁹⁴⁸ Vgl. Bauer (2016), S. 4 ff.; vgl. Grethe (2010), S. 19.

⁹⁴⁹ Vgl. auch Kapitel 7.3.

vielmehr ihren Unmut verkünden werden. Umso wichtiger ist es für den Versammlungsleiter, den Krisenmanager, dass er im Rahmen der Versammlung über das Hausrecht verfügt. Wütende Gesellschafter oder Funktionäre müssen des Platzes verwiesen werden können. Es ist allerdings darauf zu achten, dass ein Platzverweis nur als das allerletzte Mittel der Wahl genutzt wird, um zu vermeiden, dass die Meinung aufkommt, unerwünschte Stimmen würden kurzerhand des Saales verwiesen. Ein Platzverweis sollte nur dann ausgesprochen werden, wenn wütende, randalierende und pöbelnde Mitgesellschafter und Funktionäre dafür sorgen, dass keine produktiven Ergebnisse erarbeitet werden können. Wenn möglich, so ist eine Bestuhlung mit Innentischen oder zumindest eine zu enge Bestuhlung zu vermeiden, damit Unruhe und Störungen durch zu spät kommende oder vorzeitig gehende Teilnehmer vermieden werden.⁹⁵⁰

Gesellschafterbeschlüsse sind so offen wie nötig und so präzise wie möglich zu fassen, um bei einer sich ändernden (wirtschaftlichen) Lage nicht wieder kurzfristig neue Gesellschafterbeschlüsse fassen zu müssen. Die aus den Gesellschafterbeschlüssen hervorgehenden Handlungsanweisungen sollten dabei so formuliert sein, dass sie von den Handelnden eindeutig interpretiert und umgesetzt werden können, z.B. so: „Die Gesellschafterversammlung beschließt, dass mit der finanzierenden Bank Verhandlungen aufgenommen werden sollen, um das bestehende Darlehen zu prolongieren.“ Sofern der Verhandlungserfolg noch nicht absehbar bzw. das Verhandlungsergebnis nur schwer einzuschätzen ist, sollte der Gesellschafterbeschluss offener gefasst werden, sodass den Akteuren Spielraum für Verhandlungen gegeben werden kann. Beispielsweise: „Der Refinanzierungszinssatz darf 4,5 % p. a., die anfängliche Tilgung 3 % p. a. nicht übersteigen, die Laufzeit des neu abzuschließenden Darlehens muss mindestens 5 Jahre betragen.“ Eine solche offene Formulierung gibt dem Verhandelnden eine Obergrenze, die nicht überschritten werden darf. Gelingt es ihm, die Parameter einzuhalten, so ist er in diesem Rahmen handlungsfähig und kann seine Verhandlungen zum Abschluss bringen. Bei richtungsweisenden Entscheidungen, wie z. B. dem Abschluss einer Anschlussfinanzierung, empfiehlt es sich allerdings immer, vor Unterschrift eine abschließende Zustimmung des Gesellschafterkreises bezüglich des Verhandlungsergebnisses einzuholen, um sich

⁹⁵⁰ Vgl. Steinke (2014), S. 126.

als Agierender entsprechende Rückendeckung der Gesellschafter zu holen und damit auf der sicheren Seite zu sein.

7.4. Wesentliche Ziele, Inhalte und Aufgaben der Krisenkommunikation

Kommunikation in der Krise zielt darauf ab, ein wechselseitiges Vertrauensverhältnis zwischen den Stakeholdern (wieder) aufzubauen.⁹⁵¹ So können die Glaubwürdigkeit erhöht und die Akzeptanz von wesentlichen Informationen gefördert werden – Lügen hingegen haben bekanntlich kurze Beine.⁹⁵² Stakeholder, die es sich mit Halb- oder Unwahrheiten einfach machen oder ihr Ansehen retten wollen, laufen Gefahr, ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren und den Sanierungsprozess zu erschweren oder sogar unmöglich zu machen.⁹⁵³

Eine gezielte Krisenkommunikation hingegen reduziert die Distanz zwischen den Stakeholdern, schafft Vertrauen und sensibilisiert die Betroffenen für mögliche Gefahren und Risiken.⁹⁵⁴ Die zur Verfügung gestellten Informationen und Empfehlungen sollten den Wissensstand aller Stakeholder auf ein Niveau heben, sodass diese risikomündig und handlungsfähig sind.⁹⁵⁵



Abbildung 30: Ziele der Risikokommunikation⁹⁵⁶

Neben der vollständigen Dokumentation der gegenwärtigen Situation (Statusbericht, vorhandene Liquidität, Verbindlichkeiten der Gesellschaft, Gläubiger und Fälligkeiten etc.) ist den Stakeholdern das Umfeld (ab wann werden keine ausreichenden Einnahmen mehr erwirtschaftet werden, wie gestaltetet sich das Marktumfeld etc.) darzulegen. Darüber hinaus sind

⁹⁵¹ Vgl. Kraus (2014), S. 83.

⁹⁵² Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 96. Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 11, 13.

⁹⁵³ Vgl. Niering und Hillebrand (2012), S. 96.

⁹⁵⁴ Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 11, 13.

⁹⁵⁵ Vgl. Bundesministerium des Inneren (2014), S. 11; vgl. Kraus (2014), S. 83.

⁹⁵⁶ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bundesministerium des Inneren (2014), S. 11.

die Stakeholder über die bereits eingeleiteten Maßnahmen und den jeweiligen Stand der Dinge (Gespräche mit den Gläubigern, Vereinbarungen zur Aussetzung von Tilgungen und Stundungen von Zinszahlungen, Erweiterung einer bestehenden Kreditlinie etc.) zu informieren. Neben der Analyse der Ist-Situation ist es von wesentlicher Bedeutung, dass sich der Krisenmanager Gedanken über den Fortschritt und die zukünftigen Aussichten der Gesellschaft macht. Die Ist-Situation ist zu bewerten, eine kurz- bis mittelfristige Liquiditätsplanung bzw. Fortführungsprognose ist zu erstellen und mögliche Sanierungsbausteine/Handlungsalternativen sind aufzuzeigen. Der Zeitraum der Fortführungsprognose sollte dabei so gewählt werden, dass dieser über die Krise hinausreicht und auch die Zeit nach erfolgreicher Überwindung der Krise einbezieht. Nur so können die Stakeholder einschätzen, ob die Sanierungsbemühungen zeitlich realistisch sind und warum es sich lohnen kann eine Sanierung konstruktiv zu begleiten. Im Rahmen einer Sensitivitätsbetrachtung sollten dem Gesellschafter Worst- und Best-Case-Szenarien dargestellt sowie Lösungsansätze aufgezeigt werden. Die in der Prognose angenommenen Werte sind für jeden Einzelfall zu begründen und detailliert zu erklären.

Die Ausführungen sollten dabei für jeden Stakeholder, insbesondere auch für den nicht versierten Anleger verständlich sein, gleichzeitig aber die Informationsbedürfnisse von Fachleuten umfassend befriedigen. Es darf auf keinen Fall angenommen werden, dass alle Anleger uninformiert oder desinteressiert sind. Orientierung bezüglich der Anforderungen an die Erstellung eines Sanierungskonzeptes gibt der IDW Standard S 6 bzw. ES6 n. F., der im Wesentlichen die hier umrissenen Anforderungen und Qualitätskriterien definiert.⁹⁵⁷

⁹⁵⁷ Siehe dazu ausführlich Kapitel 8.3. Vgl. auch Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018).

8. Empirische Untersuchung zur Ermittlung von Erfolgsfaktoren für die Sanierung geschlossener Immobilienfonds

Aufbauend auf den in den vorangegangenen Kapiteln entwickelten theoretischen Grundlagen, soll zur Beantwortung der eingangs definierten Forschungsfragen im Rahmen dieses empirischen Teils anhand von Interviews von an Sanierungen Beteiligten erörtert werden, welche Krisenarten in der Praxis vorherrschen und was die häufigsten Gründe und Ursachen für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds sind. Außerdem wird beleuchtet, welche der dargestellten Sanierungsansätze in der Praxis bevorzugt gewählt wurden und mit welchem Erfolg die sanierungsbedürftigen Gesellschaften damit durch die (oder sogar aus der) Krise geführt wurden.

8.1. Zielsetzung der qualitativen Erhebung

Ziel dieser Untersuchung ist es, unter Bezugnahme auf theoretische Überlegungen genauere Informationen aus der Sicht der jeweils an der Sanierung Beteiligten zu gewinnen. Primär steht dabei die Frage im Vordergrund, warum und wie es überhaupt dazu kommen konnte, dass so viele Gesellschaften gleichzeitig in die Sanierungsbedürftigkeit gerieten und sich teils bis heute nicht erholt haben.

Im Hinblick auf die von den Beteiligten präferierten Lösungsansätze soll insbesondere danach gefragt werden, unter welchen Voraussetzungen die Beteiligten bereit sind, ein Sanierungskonzept zu begleiten und Sanierungsbeiträge zu erbringen. Denn eine solche Bereitschaft ist die Grundlage dafür, eine Fondsgesellschaft wieder auf ein Fundament mit positiver Fortführungsprognose zu stellen. Abschließend wird eruiert, welche Maßnahmen nachhaltig zum Erfolg der Sanierung beigetragen haben. Diese Arbeit möchte damit eine bislang bestehende Forschungslücke schließen, wurde bis dato doch wissenschaftlich kaum untersucht, welche Lösungsansätze für die Sanierung geschlossener Immobilienfonds in der Praxis von den Beteiligten akzeptiert wurden und sich als erfolgversprechend erwiesen haben.⁹⁵⁸

⁹⁵⁸ Zum Stand der Forschung im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds vgl. Kapitel 1.2.

8.2. Methodisches Vorgehen

Aufgrund veränderter rechtlicher Rahmenbedingungen⁹⁵⁹ konnte das ursprünglich angedachte, zunächst als geeigneter erachtete, Instrument der (Methoden-)Triangulation, die Verbindung der Aufarbeitung des theoretischen Bezugsrahmens und die Kombination quantitativer und qualitativer empirischer Forschungsmethoden (Mixed-Methods), nicht angewendet werden.⁹⁶⁰ Das Forschungsdesign musste dahingehend angepasst und neu aufgesetzt werden.

Im Rahmen dieser explorativen Untersuchung⁹⁶¹ wurde deshalb auf ein rein qualitatives Forschungsdesign umgestellt.⁹⁶² Innerhalb dieses Forschungsdesigns wird die Forschungsmethode der Datentriangulation (auch Within-Method genannt) angewendet, bei der durch einen mehrfachen Wechsel der Perspektive genauere Erkenntnisse gewonnen werden.⁹⁶³

Unter Anwendung eines qualitativen Forschungsansatzes wird zunächst auf Grundlage der in den Kapiteln 3, 0 und 6 gewonnenen theoretischen Erkenntnisse herausgearbeitet, welche Krisenarten vorherrschen, welche Gründe für die Entstehung ursächlich sind und welche Verursacher dazu beigetragen haben, dass sich geschlossene Immobilienfonds in der Krise befinden und welche theoretischen Ansätze für ihre Sanierung geeignet sind. Auf den

⁹⁵⁹ Insbesondere mit Einführung der Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) wurde der Zugang zu Gesellschaftsdaten noch weiter erschwert. Die Identifikation sanierungsbedürftiger Immobilienfonds über diverse Datenbanken sowie gängige Plattformen für den Handel mit „gebrauchten“ Anteilen war nicht mehr möglich. Die im Rahmen der Erstellung des Exposés Angefragten haben die seinerzeitige Zustimmung zur Herausgabe der Daten widerrufen. Im Rahmen der durchgeführten Interviews und der dort platzierten Anfragen nach weiteren Kontaktdaten wurde regelmäßig auf die DSGVO verwiesen. Die Kontaktierten waren nicht mehr bereit, Kontaktdaten herauszugeben. Allenfalls konnten die eigenen Kontaktdaten hinterlassen werden, sodass diese weitergereicht werden konnten.

⁹⁶⁰ Mit Hilfe der Triangulation wird der Untersuchungsgegenstand von mindestens zwei (Stand-)Punkten aus betrachtet. Dabei wird zwischen der Methodentriangulation, also z. B. der Kombination qualitativer und quantitativer Forschungsmethoden als auch der Datentriangulation, also der Betrachtung des Problems aus unterschiedlichen Perspektiven (Blickwinkel der Gesellschafter und Gläubiger der Gesellschaft), unterschieden. Zur Triangulation vgl. Flick (2011) und Lamnek (2010), S. 245–265. Vgl. auch Döring und Bortz (2016), S. 72 ff.

⁹⁶¹ Als explorative Untersuchung werden i. d. R. qualitative Studien bezeichnet, die zur Beantwortung offener Forschungsfragen bzw. zur Generierung neuer Hypothesen bzw. Theorien dienen. In der empirischen Sozialforschung wird neben explorativen Studien noch zwischen explanativen und deskriptiven Untersuchungen differenziert. Zur Abgrenzung der Untersuchungsmethoden vgl. ausführlich Döring und Bortz (2016), S. 192 f. Vgl. auch Lamnek (2010), S. 36 und Mayring (2015), S. 22 ff.

⁹⁶² Das hier angewandte qualitative Forschungsdesign orientiert sich dabei an der von Löhr (2018) in seiner Dissertation angewandten Forschungsmethodik. Vgl. hierzu Löhr (2018), S. 746 ff. Die von Löhr (2018) angewandte Methodik schien deshalb besonders geeignet, weil mit ähnlicher Problematik umzugehen war.

⁹⁶³ Zur Abgrenzung der Methoden vgl. Mahler (2008), S. 89; vgl. auch Flick (2011), S. 13.

theoretischen Erkenntnissen aufbauend, wird anschließend erörtert, welche Sanierungsansätze vorwiegend angewendet wurden und wie erfolgreich diese im Einzelnen jeweils waren.

Im empirischen Teil dieser Untersuchung wurde mittels leitfadengestützter, teilstandardisierter Fragebögen bzw. Interviews Experten befragt, die vertiefte Kenntnis über die Sanierung geschlossener Immobilienfonds vorweisen konnten. Ein qualitatives Forschungsdesign unter Zuhilfenahme leitfadengestützter, teilstandardisierter Fragebögen bzw. Interviews eignet sich besonders gut, um umfangreiche und theoretisch wenig fundierte Themengebiete zu strukturieren.⁹⁶⁴ Mit Hilfe der Interviews können die zu erforschenden Faktoren nicht nur identifiziert und strukturiert, sondern auch in Bezug auf ihre Ausprägungen ausführlicher beschrieben werden.

Als geeigneter Untersuchungsteilnehmer kam grundsätzlich in Frage, wer über spezialisiertes Wissen zum Thema „Sanierung geschlossener Immobilienfonds“ verfügte und darüber hinaus praktische Erfahrung in diesem Bereich besaß. Die als potenzielle Kandidaten identifizierten Teilnehmer können dabei kategorisiert werden, sodass unterschiedliche Blickwinkel und Interessen bezüglich der Sanierung und damit ggf. auch der verschiedenen (persönlichen) Anforderungen, die jene an die Sanierung geschlossener Immobilienfonds stellen, herausgearbeitet werden können: So lassen sich die Umfrageteilnehmer im Allgemeinen in Gesellschafter, Mitarbeiter von Banken, Sanierungsexperten und -berater, Anlegerschutzanwälte und Initiatoren einteilen, wobei die jeweils Betroffenen hinsichtlich ihrer individuell verfolgten Ziele und des jeweiligen Sanierungsbeitrages geclustert werden können.

Die im Rahmen der Interviews gewonnenen Erkenntnisse wurden nach der Transkription mittels zusammenfassender Inhaltsanalysen ausgewertet.⁹⁶⁵

⁹⁶⁴ Vgl. Schleich (2012), S. 6 f. und Lamnek (2010), S. 81–84. Zu den teilstandardisierten Interviewleitfäden vgl. Flick et al. (2010), S. 350 f. und Hug et al. (2010), S. 104, 125.

⁹⁶⁵ Zu den Vorteilen eines solchen Vorgehens siehe Mayring (2015), S. 67 ff.; vgl. Mayring (2016), S. 115 ff. Vgl. dazu auch Kapitel 8.2.7.

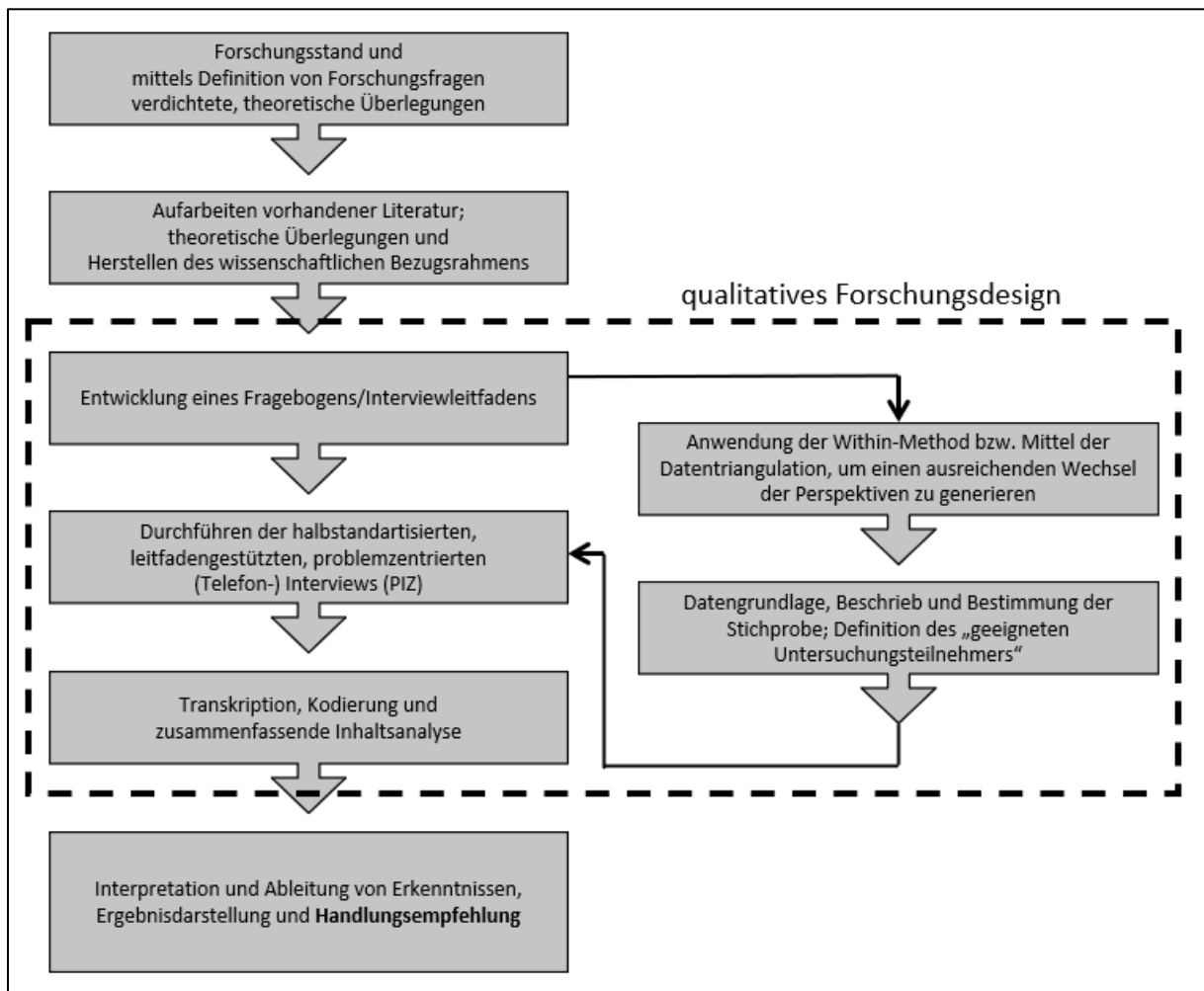


Abbildung 31: Darstellung des gewählten Forschungsdesigns⁹⁶⁶

8.2.1. Datengrundlage, Beschrieb und Bestimmung der Stichprobe

Als „vorbefasst“ und damit als Experte im Sinne dieses Forschungsvorhabens gilt, wer sich regel- und schwerpunktmäßig mit dem Produkt des geschlossenen Immobilienfonds (insbesondere mit jenen, die vor 2013 aufgelegt wurden) befasst hat, was durch eine mehrjährige Berufserfahrung in diesem Bereich oder zumindest durch eine anderweitige ausführliche Vorbefassung mit dem Thema als gewährleistet betrachtet werden darf.⁹⁶⁷ Als Gesprächspartner wurden Personen ausgewählt, die den Anforderungen eines Experten im Sinne dieses Forschungsvorhabens entsprachen: Mitarbeiter von Banken, Gesellschafter (mit besonderen

⁹⁶⁶ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Mahler (2008), S. 95.

⁹⁶⁷ Zu Definition und den Merkmalen eines Experten vgl. Kaiser (2014), S. 35 ff.; vgl. auch Meuser und Nagel (2009), S. 75. Zu den Kriterien zur Auswahl von Experten vgl. auch Kaiser (2014), S. 70 ff. Vgl. auch Gläser und Laudel (2010), S. 117

Funktionen z. B. Angehörige des Lenkungsausschusses, Beirates oder geschäftsführende Kommanditisten), Sanierungsexperten und -berater, Anlegerschutzanwälte, Steuerberater und Initiatoren.⁹⁶⁸ Überwiegend haben bzw. hatten die Interviewten mehrere Funktionen inne. Gleichzeitig gaben die Befragten im Rahmen ihrer Vorbefassung an, erhebliche Volumen geschlossener Immobilienfonds betreut zu haben. So konnten über ein und dieselbe Person verschiedene Blickwinkel eingenommen werden.⁹⁶⁹

Bei den Bankmitarbeitern und Initiatoren wurde darauf geachtet, dass die Gesprächspartner nicht ausschließlich an der Finanzierung bzw. Platzierung der Produkte mitgewirkt hatten, sondern im Wesentlichen damit befasst waren, die Sanierung der notleidenden Fonds im Rahmen der Restrukturierung zu begleiten. Sie verfolgen in der Regel die Begrenzung des Verlustes bzw. der finanziellen Beteiligung an der Sanierung einhergehend mit einer Begrenzung des Reputationsschadens.⁹⁷⁰ Sie wirken im Rahmen einer Sanierung fast ausschließlich im Bereich der Restrukturierung der Fremdfinanzierung mit. Eine Beteiligung auf der Eigenkapitalseite (z. B. durch einen Debt-Equity-Swap oder die Zuführung von frischem Eigenkapital) war praktisch nicht zu beobachten.⁹⁷¹

Die ausgewählten Sanierungsexperten qualifizierten sich dabei schon allein aufgrund ihres täglichen Tätigkeitsschwerpunktes; eine Auswahl bedurfte hier keiner Konkretisierung. Sie können in der Regel keiner speziellen Interessengruppe – weder der Eigenkapital- noch der Fremdkapitalseite – zugeordnet werden, da sie die Gesellschaft – gemäß ihrem Auftrag – als neutrale dritte Partei betreuen und das Ziel einer erfolgreichen Sanierung verfolgen. Um diesen Auftrag zu erfüllen, nutzt der Sanierungsexperte die ihm jeweils zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteine, um daraus ein tragfähiges Sanierungskonzept zu entwickeln und das

⁹⁶⁸ Der zugeordnete Background soll die Gesprächspartner bestmöglich klassifizieren. Eine eindeutige Zuordnung war teilweise aufgrund unterschiedlicher Vorbefassungen o. ä. nicht möglich.

⁹⁶⁹ Die „Qualifikation“ des interviewten Experten sowie die von ihnen betreuten Fondsvolumen können dem Anhang 2 entnommen werden.

⁹⁷⁰ Finanzierende Banken sind gleichermaßen daran interessiert, auch zukünftig als vertrauenswürdiger Partner der Finanzbranche am Markt wahrgenommen zu werden. Finanzierende Banken waren meist dann zu einer Begleitung einer Sanierung bereit, wenn der Sanierungsbeitrag kleiner oder gleich den zu erwartenden Verlusten im Liquidationsfall war. So auch Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

⁹⁷¹ Keiner der interviewten Experten hat angegeben, dass durch Banken Eigenkapitalmaßnahmen begleitet wurden.

bestmögliche Ergebnis für alle Beteiligten zu erzielen. Er lotet aus, mit welcher Wahrscheinlichkeit die formaljuristischen Sanierungsbausteine der Anleger beigebracht werden können und zu welchen Sanierungsbeiträgen die Gläubiger der Gesellschaft bereit sind, um so eine maximale Inanspruchnahme der Gesellschafter zu vermeiden, eine erfolgreiche Sanierung aber dennoch möglich zu machen.

Bei den angefragten Fachanwälten wurde ebenfalls darauf geachtet, dass diese praktische Erfahrung mit der Begleitung des Mandanten im Rahmen einer Fondssanierung besaßen und nicht nur über theoretisches Wissen verfügten. Fachanwälte, die ausschließlich auf die individuelle Sanierung des Anlegers, also im Wesentlichen auf die Rückabwicklung der Beteiligung aus waren, wurden nicht berücksichtigt, da dies bewusst nicht Schwerpunkt dieser wissenschaftlichen Untersuchung ist.

Bei der Auswahl der Anleger wurde darauf geachtet, dass es sich um Anleger mit besonderer Funktion (z. B. Mitgliedern des Lenkungsausschusses oder Beirates, geschäftsführende Kommanditisten, Großanleger) innerhalb der Fondsgesellschaft handelte, da nur von ihnen differenzierte Auskünfte zu erwarten waren, die dem Qualitätsanspruch einer wissenschaftlichen Arbeit genügen. Es wird vorausgesetzt, dass Anleger mit entsprechenden Funktionen innerhalb der Fondsgesellschaft, auch wenn sie fachfremd sind, über eine erweiterte Expertise, eine entsprechende Vorbefassung und die notwendige Sach- und Fachkenntnis zur Beantwortung der gestellten Fragen verfügen; eine Verzerrung der Ergebnisse durch emotionale, unsachliche Antworten eines möglicherweise frustrierten (Klein-)Anlegers konnte so vermieden werden. Die Kontaktaufnahme zu den (ehemaligen) Anlegern fand (aus von Datenschutzgründen) ausschließlich über bereits vorhandene Erstkontakte statt.

Anleger sowie die von den Gesellschaftern eingeschalteten (juristischen) Berater⁹⁷² vertreten die Eigenkapitalseite, wobei hier die möglichst geringe wirtschaftliche und juristische Inanspruchnahme des Anlegers im Vordergrund steht.⁹⁷³ Eine Sanierung werden sie in aller Regel nur dann begleiten, wenn die Anleger dabei nicht über Gebühr beansprucht werden.

⁹⁷² Im Wesentlichen Steuer- und (Fach-)Anwälte für Bank- und Kapitalanlage recht.

⁹⁷³ Hierbei ist zu berücksichtigen, dass in dieser Untersuchung nicht die Sanierung des Anlegers, sondern die Sanierung der Gesellschaft im Vordergrund steht. Es geht also darum, vor dem Hintergrund der Sanierung der

Die Initiatoren wirkten in aller Regel nicht an einer Sanierung mit. Sie waren nur zur Leistung eines Sanierungsbeitrages bereit, wenn sie weiterhin am Markt aktiv waren und davon auszugehen war, dass zukünftige Geschäftsmodelle/Vertriebskanäle einen Reputationschaden erleiden würden, sollten sie eine Sanierung nicht so konstruktiv wie möglich unterstützen.⁹⁷⁴

Im Rahmen der Vorrecherche konnten bundesweit 26 Experten identifiziert werden, die auf unterschiedliche Weise mit der Sanierung geschlossener Immobilienfonds vorbefasst waren. Durch Kontaktvermittlung von Interview- und Gesprächspartnern konnte Zugang zu zwölf weiteren Experten erlangt werden. In Summe wurden somit 38 Experten identifiziert und kontaktiert. Trotz wiederholter Kontaktaufnahme zunächst per Telefon und im Anschluss per E-Mail konnte nicht zu allen identifizierten Experten persönlicher Kontakt aufgenommen werden. Von denjenigen Angefragten, mit denen der Kontakt aufgenommen werden konnte, nahmen 19 – teilweise unbegründet – Abstand von einer Teilnahme an der Befragung. Im Anschluss an die erfolgreiche Kontaktaufnahme wurden von September 2019 bis Januar 2020 schließlich insgesamt neun Expertenbefragungen durchgeführt. Mit Hilfe von Kontaktvermittlern gelang es, an zwei der führenden Köpfe in der deutschen Fondslandschaft heranzutreten.

In Summe konnten mit Hilfe der neun befragten Experten aufgrund ihrer Doppeltätigkeiten bzw. aufgrund von beruflichen Veränderungen in ihrer Laufbahn 24 verschiedene Blickwinkel eingenommen werden. Der Wert der in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse beruht besonders auf dieser Erhebung detaillierter Aussagen von Experten, die bislang noch nie in diesem Umfang gesammelt und ausgewertet wurden.

Gesellschaft die wirtschaftliche und juristische Inanspruchnahme des individuellen Gesellschafters so gering wie möglich zu halten.

⁹⁷⁴ Siehe dazu die Interviews mit Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

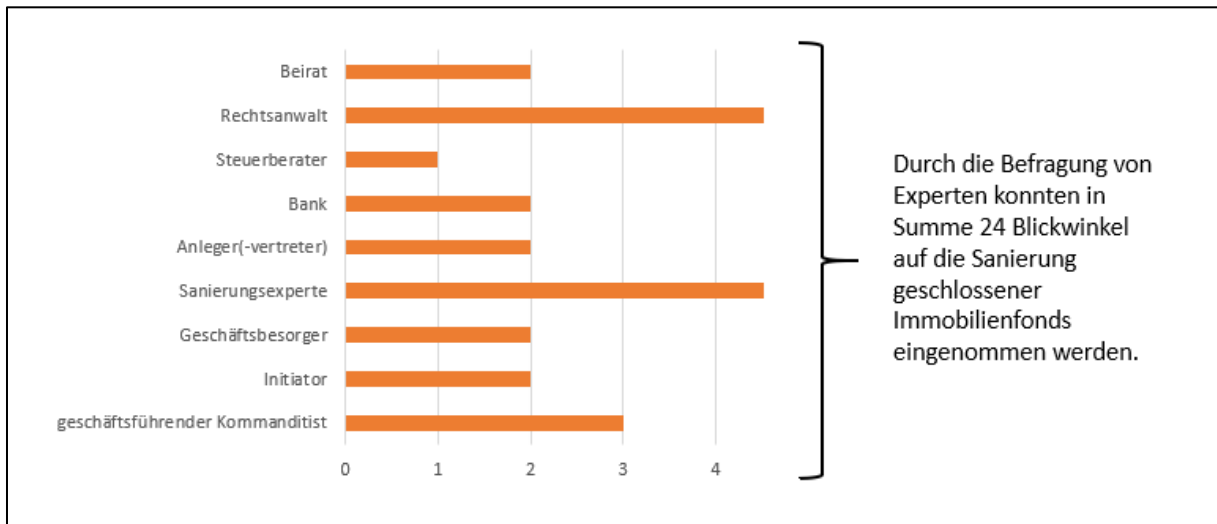


Abbildung 32: Kategorisierung der Expertenmeinungen Funktionen der Befragten und Darstellung der eingenommenen Blickwinkel⁹⁷⁵

Die interviewten Experten hatten bis zum Zeitpunkt der Durchführung der Interviews zusammen ein Fondsvolumen von rd. 24,3 Mrd. EUR bzw. ein investiertes Eigenkapital von rd. 10,65 Mrd. EUR betreut, wobei sich teilweise Überschneidungen aufgrund der Vielzahl der betreuten Gesellschaften nicht ausschließen lassen und daher in den genannten Volumen ggf. auch Dopplungen enthalten sein können. Die kleinste der dabei zu Protokoll gegebenen Einheiten betrug ca. 150 Mio. EUR Fondsvolumen. Sofern die Befragten entweder zur Höhe des betreuten Eigenkapitals bzw. zur Höhe des betreuten Fondsvolumens keine Angaben machen konnten, wurde ein konservativer Fremdkapitalansatz von 50 % angenommen. Trotz dieser unvermeidlichen Ungenauigkeiten kann davon ausgegangen werden, dass mit den geführten Interviews bedeutende Einblicke in einen großen Teil des in Deutschland in geschlossenen Immobilienfonds investierten Volumens gewonnen werden konnten.

8.2.2. Empirischer Feldzugang

Bei der Prüfung des empirischen Feldzuganges wurde deutlich, dass mit verschiedenen Schwierigkeiten umzugehen sein würde. Generell gilt, dass es nur wenige Experten gibt, die sich mit dem Untersuchungsgegenstand auskennen und Erfahrung mit der Durchführung von Sanierungen besitzen. Hinzu kamen praktische Umsetzungsprobleme. Bankmitarbeiter, Initiatoren, Sanierungsexperten und Anlegerschutzanwälte sind generell einer hohen

⁹⁷⁵ Quelle: eigene Darstellung.

Arbeitsbelastung ausgesetzt, was es erschwerte, an geeignete Kandidaten heranzutreten. Insbesondere bei den angefragten Banken und Initiatoren war zudem festzustellen, dass, vermutlich aus Angst vor einem Reputationsschaden, generell keine große Auskunftsbereitschaft zum Forschungsvorhaben vorhanden war. Die Interviewteilnehmer baten überwiegend darum, dass das Interview anonymisiert geführt wird, sodass keine Rückschlüsse auf die Unternehmen und die betroffenen Personen möglich sein würden.⁹⁷⁶ Hinsichtlich der Erreichbarkeit von Anlegern ist anzumerken, dass sich die Kontaktaufnahme vor dem Hintergrund des Datenschutzes besonders aufwendig gestaltete und immer ein Mittelsmann notwendig war, um dem Anleger den Wunsch nach Kontaktaufnahme mitzuteilen. Kontaktdaten wurde in keinem Fall direkt vermittelt.

Um gleichwohl eine möglichst hohe Rücklaufquote zu erzielen, wurden den potenziellen Interviewpartnern drei Möglichkeiten der Datenerhebung angeboten:

1. Schriftliche Beantwortung eines teilstandardisierten Fragebogens,
2. Durchführung eines leitfadengestützten Telefoninterviews oder
3. Durchführung eines leitfadengestützten Interviews beim Befragten vor Ort.

Diese Vorgehensweise schien deshalb besonders geeignet, da hierbei den individuellen Anforderungen und Wünschen der Befragten Rechnung getragen werden konnte. Bei Kontaktschwierigkeiten oder eingeschränkter Auskunftsbereitschaft wurde so die Möglichkeit eröffnet, zumindest einen Teil der Daten zu erheben. Mit Hilfe des Fragebogens sollten all diejenigen Teilnehmer erreicht werden, die zeitlich wenig flexibel waren und/oder sich mit einer schriftlichen Beantwortung wohler fühlten. Die leitfadengestützten Interviews wiederum erlaubten, diejenigen Teilnehmer zu erreichen, die zwar grundsätzlich zur Teilnahme bereit waren, aber den zeitlichen Aufwand einer schriftlichen Ausformulierung ihrer Antworten scheuten.⁹⁷⁷

Die zuvor beschriebene Herangehensweise schien unbedenklich, da aufgrund der Vorselektion der Befragten und der entsprechenden Vorbefassung mit dem Themengebiet das

⁹⁷⁶ Um der Datenschutzgrundverordnung und dem Bundesdatenschutzgesetz Genüge zu tun, wurden nicht nur diese, sondern auch die übrigen Interviewteilnehmer anonymisiert. Vgl. hierzu Kapitel 8.2.7.

⁹⁷⁷ Herangehensweise angelehnt an die von Löhr (2018), S. 747 ff. angewandte Methodik.

erforderliche theoretisch-wissenschaftliche Verständnis zum Forschungsgegenstand vorhanden war⁹⁷⁸ und zum anderen die zum Verständnis und Ausfüllen des Fragebogens notwendige Lese- und Schreibkompetenz vorausgesetzt werden konnte.⁹⁷⁹

Die (Erst-)Kontaktaufnahme erfolgte dabei grundsätzlich telefonisch, um über einen persönlichen Erstkontakt eine grundlegende Sympathie zu erzeugen und so eine höhere Bereitschaft zur Teilnahme zu erwirken. In einer Vielzahl der Fälle wurde die Anfrage jedoch durch ein vorgeschaltetes Sekretariat „abgefangen“;⁹⁸⁰ die Anfrage wurde im Nachgang ausformuliert und per E-Mail zugestellt. Sofern ein direkter, persönlicher Kontakt hergestellt werden konnte, war die Bereitschaft zur Teilnahme am Experteninterview durchaus vorhanden.

8.2.3. Gütekriterien qualitativer empirischer Forschung

Die Qualität gewonnener Erkenntnisse, also die Zuverlässigkeit bzw. Aussagekraft von Messwerten, wird anhand von Gütekriterien beurteilt. Quantitative Forschungsdesigns orientieren sich üblicherweise an den Gütekriterien Objektivität, Replizierbarkeit sowie Validität und Reliabilität. Diese Merkmale sind bei qualitativen Erhebungen in ihrer Ursprungsform nicht zielführend, da es dadurch zu einem Verlust von Einzelinformationen kommen kann, was der Intention qualitativer Studien widerspricht.⁹⁸¹ Die Festlegung von Gütekriterien für qualitative Untersuchungen erweist sich als wesentlich schwieriger: Qualitative Untersuchungen zeichnen sich üblicherweise durch ein geringeres Maß an Standardisierung aus, um so dem paradigmatischen Anspruch an Offenheit, Prozessualität und Angemessenheit an den Gegenstand gerecht zu werden.⁹⁸² Das Augenmerk liegt daher auf Kriterien wie der Vertrauenswürdigkeit der gemachten Angaben, der Übertragbarkeit der Erkenntnisse auf andere Kontexte, der Zuverlässigkeit des Forschungsprozesses sowie der Validierbarkeit der Ergebnisse.⁹⁸³

⁹⁷⁸ Zum theoretisch-wissenschaftlichen Vorverständnis vgl. Lamnek (2010), S. 333.

⁹⁷⁹ Zur notwendigen Lese- und Schreibkompetenz der Befragten vgl. Döring und Bortz (2016), S. 398.

⁹⁸⁰ Insbesondere bei Initiatoren, Banken und Fachanwälten war es nur in den seltensten Fällen selten möglich, direkt mit dem gewünschten Interviewpartner verbunden zu werden.

⁹⁸¹ Zu Gütekriterien im Detail vgl. Lamnek (2010), S. 127 ff.; vgl. auch Mayring (2002), S. 140–148.

⁹⁸² Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.

⁹⁸³ Vgl. Döring und Bortz (2016), S. 184 und 106 ff.

Mayring (2016) hält die Tragfähigkeit dieser klassischen Gütekriterien für gering und schlägt daher sechs alternative Gütekriterien vor:⁹⁸⁴

1. Verfahrensdokumentation:

Anders als bei quantitativen Erhebungen, fällt das methodische Vorgehen bei qualitativen Studien grundsätzlich spezieller aus. Mit Hilfe einer detaillierten Dokumentation des Verfahrens soll eine Nachvollziehbarkeit für den außenstehenden Dritten gewährleistet werden. Hierbei wird ein besonderer Fokus auf die Darlegung des Vorverständnisses und die Zusammenstellung des Analyseinstrumentariums gelegt. Darüber hinaus sind die Durchführung und die Auswertung der Datenerhebung zu erläutern.⁹⁸⁵

2. Argumentative Interpretationsabsicherung:

Interpretationen sind durch den Forschenden nicht als naturgegebenen zu betrachten. Die Wahl des Interpretationsansatzes ist argumentativ zu begründen und dadurch die jeweilige Deutung nachvollziehbar zu machen.⁹⁸⁶

3. Regelgeleitetes Verfahren:

Insbesondere das regelgeleitete Verfahren grenzt die wissenschaftliche Forschung von der unstrukturierten nichtwissenschaftlichen Forschung ab. Ein wissenschaftliches Vorgehen zeichnet sich dadurch aus, dass der Forschende zu Beginn seines Forschungsvorhabens differenzierte Arbeitsschritte festlegt und während des Forschungsprozesses systematisch abarbeitet. Dies heißt indes nicht, dass es dem Forschenden im Rahmen seiner Untersuchung nicht erlaubt ist, von seinen zuvor festgelegten Untersuchungsschritten abzuweichen, wenn dies dazu dient, den zu erforschenden Gegenstand gründlicher zu erschließen.⁹⁸⁷

4. Nähe zum untersuchten Gegenstand:

Mit der Nähe zum untersuchten Gegenstand lässt sich in der qualitativen Forschung messen, ob der Untersuchungsgegenstand in seinem natürlichen Zusammenhang untersucht wurde oder ob das Forschungsvorhaben in einem Laborumfeld durchgeführt

⁹⁸⁴ Zur nachfolgend dargestellten Herangehensweise vgl. Löhr (2018), S. 728 f. Zu den alternativen Gütekriterien vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; vgl. Lamnek (2010), S. 131 f.

⁹⁸⁵ Vgl. Mayring (2016), S. 144 f.

⁹⁸⁶ Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; vgl. Lamnek (2010), S. 131 f.

⁹⁸⁷ Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; vgl. Lamnek (2010), S. 131 f.

wurde. Die Qualität der Forschungsergebnisse nimmt zu, je näher die Forschung am Untersuchungsgegenstand durchgeführt wird.⁹⁸⁸

5. Kommunikative Validierung:

Im Rahmen der kommunikativen Validierung sollen die Interpretationen der Forschungsergebnisse durch die Befragten verifiziert werden. Der Forschende stellt hierbei den Studienteilnehmern die Interpretationsergebnisse vor und gibt gleichzeitig Gelegenheit zu deren Korrektur und Ergänzung.⁹⁸⁹

6. Triangulation:

Zuletzt wird das Mittel der Triangulation angewendet. Die besondere Güte qualitativer empirischer Forschung kommt besonders dann zum Vorschein, wenn zur Erschließung des Forschungsgegenstandes verschiedene Analysengänge miteinander kombiniert werden. In der Forschung existieren hierfür verschiedene Methoden. Mitunter kann die Kombination verschiedener Datenquellen (sog. Datentriangulation), Theorien (sog. Theorientriangulation), Interpreten (sog. Forschertriangulation) oder auch Methoden (sog. Methodentriangulation) zum Einsatz kommen.⁹⁹⁰

Die zuvor dargestellten Anforderungen an Gütekriterien im Rahmen qualitativer empirischer Forschung werden durch die vorliegende Untersuchung erfüllt. Deren Basis bilden unverändert die im Exposé formulierten und eingangs in Kapitel 1.4 entwickelten Forschungsfragen. Durch die Erarbeitung des Exposés und mit Hilfe der vorformulierten Forschungsfragen konnte das Thema hinsichtlich seiner vielschichtigen Aspekte konkretisiert und konnten die besonders relevanten Themengebiete identifiziert werden. Im Zuge der Erstellung des Exposés konnten dabei erste Grundzüge des Aufbaus und der Herangehensweise der Untersuchung erarbeitet werden, die sich dann während der Umsetzung des Forschungsvorhabens konkretisierten. Innerhalb dieses Forschungsdesigns kommt die Forschungsmethode der Datentriangulation (auch Within-Method genannt) zur Anwendung, bei der sich durch einen mehrfachen Wechsel der Perspektive genauere Erkenntnisse gewinnen lassen.⁹⁹¹

⁹⁸⁸ Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; vgl. Lamnek (2010), S. 131 f.

⁹⁸⁹ Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; vgl. Lamnek (2010), S. 131 f.

⁹⁹⁰ Vgl. Mayring (2016), S. 144 ff.; Zur Triangulation vgl. auch Lamnek (2010), S. 141 f. und 245 ff.

⁹⁹¹ Zur Abgrenzung der Methoden vgl. Mahler (2008), S. 89; vgl. auch Flick (2011), S. 13.

Hinsichtlich der Verfahrensdokumentation, der angewandten Forschungsmethode sowie der Abgrenzung zur unstrukturierten, nichtwissenschaftlichen Forschung wird auf Kapitel 8.2 verwiesen. Neben der umfangreichen Erarbeitung theoretischer (Grund-)Kenntnisse wird dargestellt, wie sich dem Forschungsvorhaben in Theorie und Praxis genähert wurde und wie die in Kapitel 8.3 dokumentierten Erkenntnisse gewonnen wurden.

Des Weiteren wurde auf eine besondere Nähe zum Forschungsgegenstand Wert gelegt. Die „Akquise“ von Experten für eine Befragung, wie sie im Rahmen der vorliegenden Untersuchung durchgeführt wurde, ist naturgemäß mit erheblichen praktischen Hürden verbunden. Dieser Arbeitsschritt ist aber vor allem bedeutsam, weil er maßgeblichen Einfluss auf die Güte der Datenerhebung im Rahmen von Experteninterviews hat.⁹⁹² Bei der Auswahl der Experten wurde bewusst darauf geachtet, dass ein ausreichender Expertenstatus festgestellt werden konnte.⁹⁹³

Die im Rahmen der geführten Expertengespräche gewonnenen Erkenntnisse wurden zunächst mittels zusammenfassender Inhaltsanalyse⁹⁹⁴ (vgl. hierzu Kapitel 8.3) ausgewertet und zu Ankerbeispielen zusammengefasst.⁹⁹⁵ Basierend auf den herausgearbeiteten Ankerbeispielen wird das Ergebnis des Forschungsvorhabens in Kapitel 8.4 interpretiert und ausführlich diskutiert. Zur Validierung der erfassten Daten wurden die Transkripte den Interviewten in den überwiegenden Fällen zur Verfügung gestellt, um Unklarheiten oder Missverständnisse zu vermeiden und ggf. notwendige Korrekturen und Ergänzungen durchzuführen.⁹⁹⁶

8.2.4. Reflexion zu möglichen Bias

Im Rahmen der Erhebung und Auswertung von gewonnenen Daten ist kritisch über mögliche Verzerrungen zu reflektieren. Sogenannte „Bias“ entstehen dann, wenn bestimmte

⁹⁹² Vgl. Kaiser (2014), S. 70 ff. Vgl. auch Gläser und Laudel (2010), S. 117.

⁹⁹³ Zu Definition und den Merkmalen eines Experten vgl. Kaiser (2014), S. 35 ff.; vgl. auch Meuser und Nagel (2009), S. 75. Zur Definition des Experten, der Bestimmung der Stichprobe bzw. zur Auswahl des Experten vgl. auch Kapitel 8.2.1. Die „Qualifikation“ des interviewten Experten kann dem Anhang 2 entnommen werden.

⁹⁹⁴ Zur zusammenfassenden Inhaltsanalyse vgl. ausführlich Mayring (2015).

⁹⁹⁵ Eine tabellarische Zusammenfassung der identifizierten Ankerbeispiele und empirisch gewonnenen Erkenntnisse sowie deren Gewichtung zueinander können dem Anhang 3 entnommen werden.

⁹⁹⁶ Vgl. Mahler (2008), S. 94.

Studienergebnisse systematisch hervorgehoben bzw. verschwiegen werden. Im Gegensatz zu einem zufälligen Übersehen von Ergebnissen führen das systematische Hervorheben bzw. Verschweigen zu einer Über- oder Unterschätzung des untersuchten Effektes.

Im Zusammenhang mit dem hier gewählten Forschungsdesign können insbesondere folgende Formen möglicher Bias auftreten:

1. Fehlerhafte Formulierung von Interviewfragen,
2. fehlerhafte Auswahl und die Ausgrenzung von potenziellen Interviewteilnehmern,
3. Einfluss des Interviewers auf die Ergebnisse („Interviewer-Bias“),
4. Verzerren von Ergebnissen durch Teilnehmer,
5. fehlerhafte Interpretation von gewonnenen Erkenntnissen durch den Interviewer („Response-Bias“)

Um Verzerrungen bei der Erhebung von Daten zu vermeiden, ist besondere Sorgfalt angebracht. Wesentliche Herausforderung nichtstandardisierter Interviews ist dabei die Offenheit des Fragens. Durch das methodologische Prinzip der Offenheit soll es gelingen, das Wissen des Interviewpartners und die Bedeutung, die er diesem Wissen zuschreibt, zu erfassen.⁹⁹⁷ Mit der maximalen Offenheit der Fragen soll so wenig Einfluss wie möglich auf die Antwort ausgeübt werden, sodass die Entscheidung über den Inhalt der Antwort dem Gesprächspartner obliegt. Die Forderung nach Offenheit steht im Widerspruch zu dem Ziel, in begrenzter Zeit spezifische Informationen zu verschiedenen Themen zu beschaffen.⁹⁹⁸ In der Sozialforschung gilt für das Formulieren von Fragen das Gebot der Neutralität: Fragestellungen dürfen dem Interviewpartner nicht bereits bestimmte Antworten nahelegen (Suggestivfragen).⁹⁹⁹ Hinzu kommt, dass Fragen klar, unmissverständlich und einfach formuliert sein müssen. Neben einer einfachen grammatischen Struktur trägt die Wortwahl erheblich zur Verständlichkeit bei. Mit jeder Frage ist nur ein Gegenstand zu behandeln und ein Informationsbedürfnis zu äußern; multiple Fragen in einem Satz oder aufeinanderfolgende Fragesätze sind zu vermeiden.¹⁰⁰⁰

⁹⁹⁷ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 131.

⁹⁹⁸ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 131. Vgl. auch Martin et al. (2016), S. 35.

⁹⁹⁹ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 135 f. Eine Suggestivfrage enthält entweder explizit noch implizit die Antwort, die der Interviewer vom Befragten erwartet. In der qualitativen Sozialforschung gelten Suggestivfragen als unzulässig, weil sie dem Prinzip der Offenheit klar widersprechen.

¹⁰⁰⁰ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 131.

Um einen möglichst umfangreichen Erkenntnisgewinn zu erzielen, sind sowohl die Fragen des Fragebogens als auch die des Interviewleitfadens weitestgehend offen gehalten. So soll erreicht werden, dass die Befragten ihre Antworten weitgehend frei und ohne Beeinflussung durch vorab definierte Antworten (standardisierte Antworten) geben, sodass die erwünschte subjektive Perspektive der unterschiedlichen Teilnehmer zum Forschungsgegenstand ermittelt werden kann.¹⁰⁰¹

Die Verwendung von teilstandardisierten Interviews bietet zudem den Vorteil, dass bei Unklarheiten korrigierend in das Interview eingegriffen werden kann, Zwischen- und Verständnisfragen beantwortet und unterschiedliche Kenntnisstände der einzelnen Befragten berücksichtigt werden können.¹⁰⁰² Im Nachgang der zuerst durchgeführten Interviews wurden geringfügige Änderungen zur weiteren Optimierung des Interviewleitfadens vorgenommen.¹⁰⁰³

Besonderes Augenmerk wurde auf die Auswahl der Experten gelegt.¹⁰⁰⁴ Überwiegend haben bzw. hatten die Interviewten mehrere Funktionen inne. Die unterschiedlichen Hintergründe der Befragten erlauben, den Forschungsgegenstand aus differenzierten Blickwinkeln und damit möglichst umfassend zu beleuchten. Eine Verzerrung von Ergebnissen, weil sich Aussagen möglicherweise auf bestimmte Fondskategorien, Rechtsformen o. ä. beziehen, erscheint unwahrscheinlich, da sämtliche befragten Experten eine erhebliche Anzahl und erhebliche Fondsvolumen an geschlossenen Immobilienfonds betreut haben. Es darf damit angenommen werden, dass bei den Befragten eine für das Erkenntnisziel ausreichende Anzahl an unterschiedlichen Perspektiven auf den Forschungsgegenstand vorhanden ist. Diese Einschätzung wurde durch das Prinzip der theoretischen Sättigung weiter bekräftigt. Mit einer zunehmenden Anzahl an Experteninterviews haben sich Ergebniscluster für die einzelnen Antwortmöglichkeiten herausgebildet.

Interviewer können die Validität von Ergebnissen beeinträchtigen. So kann bereits die Anwesenheit des Interviewers zu Verzerrungen führen. Im Rahmen eines Interviews befinden sich Befragter und Interviewer in einer bestimmten sozialen Situation, in der sie sich in bestimmten

¹⁰⁰¹ Vgl. Martin et al. (2016), S. 35.

¹⁰⁰² Vgl. Mayer (2002), S. 36-56.

¹⁰⁰³ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 142 ff.

¹⁰⁰⁴ Zur Datengrundlage, Beschrieb und Bestimmung der Stichprobe vgl. Kapitel 8.2.1.

Rollen gegenüberreten, wodurch die Fragen des Interviewers wie auch die Antworten des Antwortenden beeinflusst werden. Es spielen psychologische Faktoren wie Wahrnehmung, Einstellungen, Erwartungen, Vermutungen, aber auch persönliche Merkmale wie Geschlecht, Alter, Bildung etc. eine Rolle. Das hat Einfluss auf das Verhalten der Gesprächspartner und kann sich auf die Antworten und Reaktionen der Befragten auswirken.¹⁰⁰⁵

Ebenso können fehlerhaftes Fragen, das Abweichen von den im Rahmen des Forschungsdesigns festgelegten Standards und Vorgehensweisen sowie Verständnisprobleme und Missverständnisse zu verzerrten Ergebnissen führen.¹⁰⁰⁶ Schließlich besteht auch die Möglichkeit, dass erhobene Daten durch den Auswertenden fehlinterpretiert werden.¹⁰⁰⁷ Diesem Response-Bias wird in der vorliegenden Arbeit insofern ausreichend begegnet, als der Autor selbst über eine langjährige, einschlägige Berufserfahrung im Bereich der Sanierung geschlossener Immobilienfonds verfügt und die erhobenen Daten nach der Transkription den Interviewten in den überwiegenden Fällen zur Verfügung gestellt wurden, um so Unklarheiten oder Missverständnisse zu vermeiden und ggf. notwendige Korrekturen und Ergänzungen durchzuführen.¹⁰⁰⁸

8.2.5. Theoretische Sättigung

Im Rahmen quantitativer Studien sind zur Gewährleistung der Repräsentativität hohe und zufällig ausgewählte Stichproben notwendig. Anders verhält sich dies bei qualitativen Studien. Hier soll mittels gezielter und sorgfältiger Auswahl einiger weniger Experten die individuelle Erscheinungsform des Untersuchungsgegenstandes so beleuchtet werden, dass dieser möglichst erschöpfend abgebildet wird.¹⁰⁰⁹ Es bedarf der individuellen Identifikation und Befragung geeigneter Studienteilnehmer, was mit einem hohen Arbeitsaufwand für jede einzelne Befragung verbunden ist.¹⁰¹⁰ Die Zusammensetzung der Befragten ist ein wesentlicher Aspekt eines explorativ-qualitativen Forschungsdesigns. Informationen zur Selektion der Befragten

¹⁰⁰⁵ Vgl. Wirtschaftspsychologische Gesellschaft (2021a).

¹⁰⁰⁶ Vgl. Wirtschaftspsychologische Gesellschaft (2021a).

¹⁰⁰⁷ Vgl. Wirtschaftspsychologische Gesellschaft (2021b).

¹⁰⁰⁸ Vgl. Mahler (2008), S. 94.

¹⁰⁰⁹ Vgl. Döring und Bortz (2016), S. 302. Vgl. auch Lamnek (2010), S. 321 ff.

¹⁰¹⁰ Vgl. Döring und Bortz (2016), S. 302. Zu den Kriterien zur Auswahl von Experten vgl. auch Kaiser (2014), S. 70 ff.

sind entscheidend, um die Reichweite der Ergebnisse, das heißt ihre Verallgemeinerbarkeit und Güte einzuschätzen.¹⁰¹¹

Durch die fundierte Auswahl der Interviewpartner wird eine „blinde“, das Ergebnis verzerrende Zufallsauswahl wie in quantitativen Umfragen vermieden.¹⁰¹² Die Identifikation und Kategorisierung von Lösungsansätzen und Erfolgsfaktoren zur Sanierung geschlossener Immobilienfonds erfolgt daher auf Basis von Interviews mit Experten aus der immobilienwirtschaftlichen und juristischen Praxis.

Um den zuvor ausgeführten wissenschaftlichen Kriterien gerecht zu werden, wurde zur Bestätigung der getroffenen Vorauswahl im Rahmen des Interviews zunächst der Expertenstatus abgefragt. Die befragten Teilnehmer wurden gebeten, kurz ihren beruflichen Werdegang und die Schwerpunkte ihrer Vorbefassung mit der Sanierung geschlossener Immobilienfonds darzustellen. Sämtliche Teilnehmer konnten eine gezielte Vorbefassung mit sanierungsbedürftigen geschlossenen Immobilienfonds vorweisen. Hinzu kommt, dass sämtliche Befragten angaben, einen erheblichen Anteil an (sanierungsbedürftigen) geschlossenen Immobilienfonds betreut zu haben.¹⁰¹³

Im Gegensatz zu quantitativen Studien erfolgt die Auswahl der Befragten bei qualitativen Studien im Wechselspiel mit der Auswertung und Interpretation bereits generierter Forschungsdaten und Erkenntnisse.¹⁰¹⁴ Die Datenerhebung ist daher kein abgeschlossener Prozess, welcher der Auswertung der Daten vorangeht.

Unabhängig davon, dass nur eine geringe Anzahl geeigneter Experten motiviert werden konnte, wurden so lange Experten zum Forschungsgegenstand befragt, bis zusätzliche Interviews keine weiteren Erkenntnisse mehr geliefert hätten. Da ein zusätzlicher Erkenntnisgewinn somit nicht mehr möglich war, kann davon ausgegangen werden, dass die notwendige theoretische Sättigung erreicht wurde.¹⁰¹⁵ Der Umfang der Stichprobe ist damit durch den

¹⁰¹¹ Vgl. Dimbath et al. (2018), S. 2 f.

¹⁰¹² Vgl. Döring und Bortz (2016), S. 302 f.

¹⁰¹³ Zur Definition des Experten vgl. auch Kapitel 8.2.1. Die „Dokumentation“ des Expertenstatus kann dem Anhang 2 entnommen werden.

¹⁰¹⁴ Vgl. Dimbath et al. (2018), S. 1

¹⁰¹⁵ Vgl. Mayer (2002), S. 38.

Zugewinn neuer Informationen bei der Durchführung zusätzlicher Interviews bestimmt.¹⁰¹⁶ Die Gefahr, dass einzelne Erkenntnisse vernachlässigt oder überbewertet werden, wird durch die als ausreichend erachteten Anzahl der durchgeführten Expertenbefragungen, der gesondert herausgearbeiteten Vorbefassung der Befragten, das „befragte“ Fondsvolumen sowie die Vielzahl der verschiedenen Blickwinkel der Kandidaten minimiert.

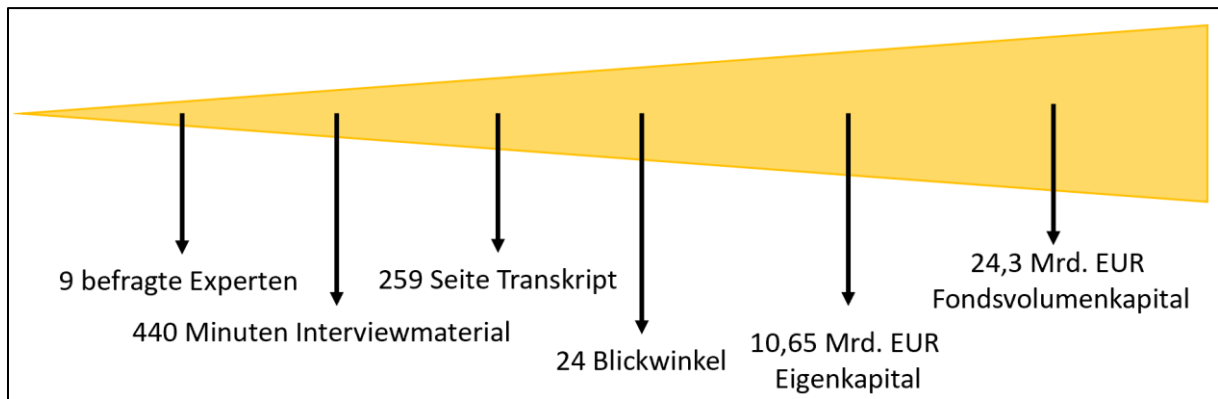


Abbildung 33: Datengrundlage, Beschreibung und Bestimmung der Stichprobe¹⁰¹⁷

8.2.6. Konstruktion und Inhalte der Datenerhebung

Für die Datenerhebung wurde neben dem teilstandardisierten Fragebogen, den die Interviewpartner selbst auszufüllen gebeten wurden, ein inhaltlich ähnlicher Leitfaden für (Telefon-)Interviews verwendet, um problemzentrierte Interviews strukturiert durchführen zu können. Der Interviewleitfaden ist der vorliegenden Arbeit als digitaler Anhang beigefügt.¹⁰¹⁸

Der Interviewleitfaden ist so strukturiert, dass er für die unterschiedlichen Expertengruppen einheitlich verwendet werden konnte.¹⁰¹⁹ Die Nutzung eines einheitlichen Interviewleitfadens für alle befragten Expertengruppen hat den Vorteil, dass eine einheitliche und vergleichbare Datenerhebung möglich ist. Sofern das Antwortverhalten oder der Gesprächsverlauf es

¹⁰¹⁶ Vgl. Mahler (2008), S. 93.

¹⁰¹⁷ Quelle: eigene Darstellung.

¹⁰¹⁸ Eine Übersicht der dieser Arbeit beigefügten digitalen Anhänge kann dem Dateiverzeichnis in Anhang 4 entnommen werden. Der Interviewleitfaden wird dort unter der lfd. Nr. 1 geführt.

¹⁰¹⁹ Zur Definition des Experten bzw. zur Kategorisierung der Expertengruppen vgl. 8.2.1. Zur Konstruktion von Fragebögen vgl. ausführlich Gläser und Laudel (2010), S. 142 ff.

erforderten, wurde von der Reihenfolge der zu beantwortenden Fragen abgewichen, um die Auskunftsbereitschaft des jeweiligen Interviewpartners nicht zu beeinträchtigen.¹⁰²⁰

Auf ein explizites Pretesting des Fragebogens bzw. des Interviewleitfadens wurde bewusst verzichtet. Neben der langjährigen Berufs- und Branchenerfahrung des Autors waren der Erarbeitung des Interviewleitfadens ein umfangreiches Studium der Fachliteratur sowie diverse Vorgespräche mit dem Sachverhalt vertrauten Personen und Wissenschaftlern vorausgegangen. Vor Durchführung der Experteninterviews wurde der Interviewleitfaden bei verschiedenen Gelegenheiten mit unterschiedlichen Fachleuten diskutiert. Die hieraus gewonnenen Erkenntnisse flossen ebenfalls mit in den Inhalt und die Struktur des Interviewleitfadens ein. Im Nachgang der zuerst durchgeführten Interviews wurden geringfügige Änderungen zur weiteren Optimierung des Interviewleitfadens vorgenommen.¹⁰²¹

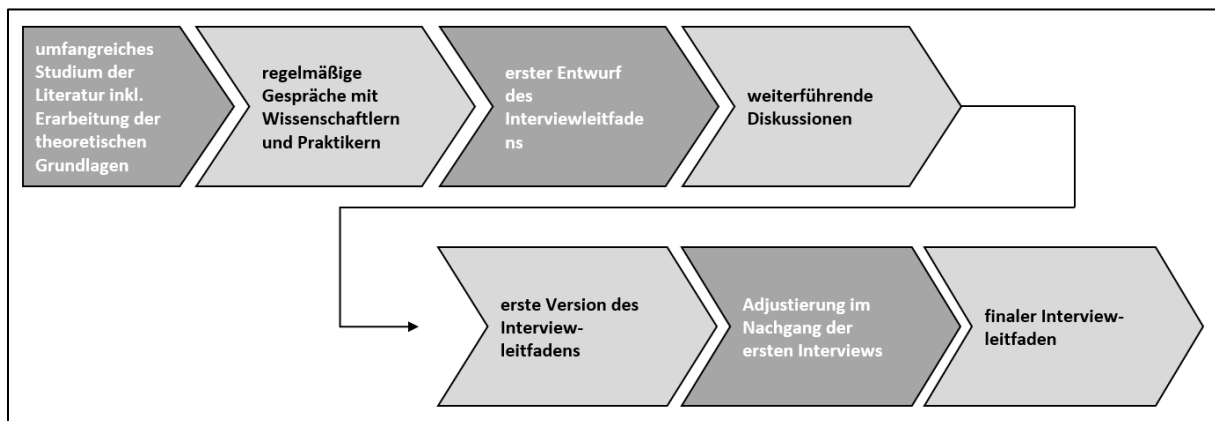


Abbildung 34: Konstruktion des Interviewleitfadens¹⁰²²

Der Konstruktion des Interviewleitfadens orientiert sich an den in der wissenschaftlichen Literatur gültigen Qualitätskriterien.¹⁰²³ Die einzelnen Fragen des Interviewleitfadens wurden analog den eingangs definierten Forschungsfragen in Themenkategorien geclustert:

1. Identifikation des Experten (3 Fragen)
2. Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen (4 Fragen)

¹⁰²⁰ Vgl. Atteslander (2010), S. 144–149.

¹⁰²¹ Vgl. Gläser und Laudel (2010), S. 142 ff.

¹⁰²² Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Gloßner (2014), S. 92.

¹⁰²³ Vgl. Schleich (2012), S. 228–233; vgl. auch Bortz und Döring (2006), S. 244–246 sowie Gläser und Laudel (2010), S. 142 ff.

3. Praktischer Sanierungsansatz und -prozess (6 Fragen)
4. Sanierung der jeweiligen Fondsgesellschaft aus der Retroperspektive (10 Fragen)
5. Sonstiges, Ergänzungen und allgemeines Feedback (5 Fragen)

Der Leitfaden umfasst in Summe 28 Fragen, wobei acht Fragen sich auf die Identifikation des Experten sowie den Themenbereich „sonstiges“ und insgesamt 20 Fragen auf inhaltliche Aspekte beziehen. Nach einer kurzen Erläuterung des Forschungsvorhabens und dem expliziten Hinweis darauf, dass der Schwerpunkt dieses Forschungsvorhabens auf der Sanierung der Objektgesellschaft und nicht auf der Sanierung des individuellen Anlegers liegt, wurde einführend der Expertenstatus abgefragt und dokumentiert. Anschließend wurde nach den Krisenarten, den Gründen für die Entstehung sowie den Verursachern der Krise gefragt. Aufbauend darauf zielten die weiteren Fragen auf die den Beteiligten zur Verfügung stehenden praktischen Sanierungsansätze sowie den Sanierungsprozess als solchen ab. Der Schwerpunkt der Befragung wurde dabei auf das Themengebiet „Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retroperspektive“ gelegt, um so insbesondere die Sanierungen zu betrachten, die von den Befragten begleitet wurden. Zum Schluss wurde der Interviewpartner explizit nach bislang nicht thematisierten Inhalten gefragt, um ihm die Möglichkeit zu geben, das stattgefundenе Gespräch zu reflektieren und ggf. weitergehende Anmerkungen zum Forschungsgegenstand zu äußern. In der überwiegenden Anzahl der Fälle wurden im Rahmen dieser Schlussfrage keine weiteren Anmerkungen mehr gemacht. Daraus lässt sich schließen, dass mittels des verwendeten Interviewleitfadens Informationen zu allen relevanten Aspekten des Forschungsgegenstandes erhoben wurden.

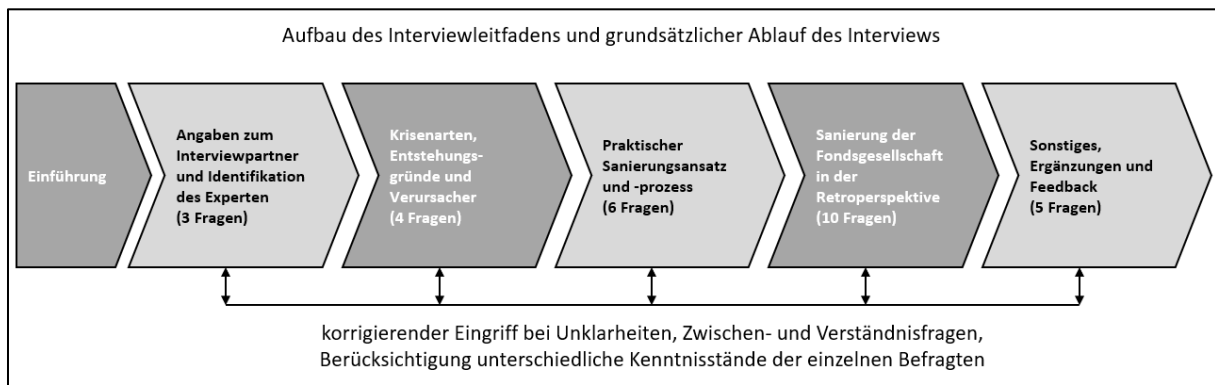


Abbildung 35: Aufbau des Interviewleitfadens und Ablauf der Interviews¹⁰²⁴

Der Aufbau des Fragebogens zum Versand an die Befragten, die zu einer persönlichen oder telefonischen Teilnahme nicht bereit waren, orientiert sich eng an den Themenkomplexen des Interviewleitfadens des problemzentrierten Interviews.¹⁰²⁵ Neben einer übersichtlichen und anspruchsvollen Gestaltung des Fragebogens wurde auf einen leicht verständlichen, aber dennoch hinreichend konkretisierenden Fragestil geachtet. In Bezug auf den Umfang des Fragebogens war stets auf die Balance zwischen dem Gewinn möglichst detaillierter Informationen sowie kognitiver und zeitlicher Überforderung des Befragten zu achten, zumal anzunehmen ist, dass die Antwortbereitschaft eines Teilnehmers mit zunehmendem Umfang des Fragebogens sinkt.¹⁰²⁶

8.2.7. Datenaufbereitung und -auswertung

In Summe konnten neun Expertenbefragungen durchgeführt und so 24 Blickwinkel eingenommen werden. Die Interviews fanden in insgesamt sechs deutschen Städten statt. Sieben der neun durchgeführten Interviews wurden persönlich und ein Interview telefonisch durchgeführt. Ein Interview wurde bei einem Vororttermin begonnen und musste aufgrund von Anschlussterminen telefonisch fortgesetzt werden. Keiner der angefragten Gesprächspartner machte davon Gebrauch, den übersandten Fragebogen eigenhändig auszufüllen.

Die durchgeführten (Telefon-)Interviews dauerten durchschnittlich ca. 50 Minuten, wobei das kürzeste Interview ca. 35 und das längste Interview ca. 85 Minuten dauerte. Der digitale

¹⁰²⁴ Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Gloßner (2014), S. 95.

¹⁰²⁵ Zum problemzentrierten Interview vergleiche auch Döring und Bortz (2016), S. 376 f.

¹⁰²⁶ Zu den Anforderungen und der Ausgestaltung eines Fragebogens vgl. ausführlich Bortz und Döring (2006), S. 252 f.

Mitschnitt der Interviews hatte einen Umfang von rd. 440 Minuten. Sofern ein (Telefon-)Interview durchgeführt wurde, wurde den Teilnehmern der Interviewleitfaden zur Vorbereitung auf das Gespräch via E-Mail zur Verfügung gestellt. Sofern ein persönliches Interview möglich war, wurde der Interviewleitfaden dem Gesprächspartner eingangs in gedruckter Form ausgehändigt.

Mit dem Einverständnis der Interviewten wurden sämtliche geführten Gespräche digital mitgeschnitten und im Nachgang mit Hilfe professioneller Schreibkräfte transkribiert.¹⁰²⁷ Die Transkription des umfangreichen Interviewmaterials wurde auf Basis der Regeln des inhaltlich-semanticen Transkriptionssystems nach Dresing und Pehl durchgeführt.¹⁰²⁸ Bei diesem wird der Inhalt der Audiodatei wortgetreu, also nicht lautsprachlich, mit Wortschlaufen oder zusammenfassend, ins Hochdeutsche transkribiert. Zugunsten der Lesbarkeit werden die Transkripte unter anderem hinsichtlich Stottern, abgebrochener Worte etc. geglättet und mit einer schlüssigen Interpunktion versehen.¹⁰²⁹ Die Transkripte der geführten Interviews sind dieser Arbeit als digitaler Anhang beigefügt.¹⁰³⁰ Die reine Wiedergabe der Interviews ohne phonetische Kodierung (einfache Transkription) umfasst 259 Seiten. In den überwiegenden Fällen wurden die Transkripte den Interviewten zur Verfügung gestellt, um Unklarheiten oder Missverständnisse zu vermeiden und ggf. notwendige Korrekturen und Ergänzungen durchzuführen.¹⁰³¹ Zum Zweck der Qualitätssicherung wurde jedes Transkript, das für diese Arbeit verwendet wurde, durch den Autor mit dem digitalen Mitschnitt abgeglichen und – sofern notwendig – ergänzt und korrigiert.

¹⁰²⁷ Vgl. Mayer (2009), S. 47. Die Unterstützung professioneller Schreibkräfte war erforderlich, da der zeitliche Aufwand selbst bei einer Transkription, die einfachen Ansprüchen genügt, erheblich ist und schnell das Fünf- bis Zehnfache der eigentlichen Interviewdauer erreichen kann (vgl. Dresing und Pehl (2010), S. 726). Auch kann angenommen werden, dass die Qualität eines professionellen Transkriptes wesentlich höher ist, als wenn diese Arbeit durch eine ungeübte Person übernommen würde.

¹⁰²⁸ Zu den Grundlagen von Interviews und den umfangreichen Anforderungen einer „einfachen“, inhaltlich-semanticen Transkription vgl. Dresing und Pehl (2018), S. 21 ff. Zur einheitlichen Schreibweise innerhalb eines Transkriptes vgl. Dresing und Pehl (2018), S. 24 f.

¹⁰²⁹ Vgl. Dresing und Pehl (2018), S. 21 f.

¹⁰³⁰ Eine Übersicht der dieser Arbeit beigefügten digitalen Anhänge kann dem Dateiverzeichnis in Anhang 4 entnommen werden. Die Transkripte der geführten Interviews werden dort unter den lfd. Nrn. 2 bis 11 geführt.

¹⁰³¹ Vgl. Mahler (2008), S. 94.

Mit Einführung des Bundesdatenschutzgesetzes (BDSG) sowie der Umsetzung der Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) zum 28.05.2018 haben sich die Erhebung und Verarbeitung von personenbezogenen Daten weiter verschärft. Gem. Artikel 4 der DSGVO handelt es sich bei „personenbezogenen Daten“ um alle Informationen, die sich auf eine identifizierte oder identifizierbare natürliche Person beziehen (z. B. Name, Adresse, Geburtsdatum etc.). Auch die Verwendung einer Kodierung oder die auditive Aufzeichnung können zu einer Identifizierung der natürlichen Person führen.

Fünf der neun Interviewteilnehmer haben der Verwendung personenbezogener Daten im Rahmen des Interviews zugestimmt. Gleichwohl haben auch diese Interviewteilnehmer nach Art. 7 Abs. 3 Satz 1 DSGVO das Recht, ihre Einwilligung jederzeit zu widerrufen und die weitere Verarbeitung ihrer personenbezogenen Daten zu untersagen. Um das Risiko eines späteren Widerrufs und der daraus möglicherweise resultierenden Konsequenzen zu vermeiden und den erhöhten Anforderungen des Datenschutzes gerecht zu werden, wurden die geführten Interviews sämtlich – sofern dies nicht bereits im Rahmen des Interviews selbst geschehen war – anonymisiert. Sofern aus den im Interview gemachten Angaben Rückschlüsse auf den Interviewpartner möglich waren, wurden sie im Rahmen des Transkriptes manuell unkenntlich gemacht. Die sensiblen und daher in den Transkripten bearbeiteten Textteile sind durch den Einschub „[§§sensible Textstellen###]“ gekennzeichnet. Zur Wahrung des Datenschutzes wurden sämtliche erhobenen Daten, insbesondere die digitalen Mitschnitte der Interviews nach Transkription und Überprüfung unwiderruflich vernichtet. Zur Bezeichnung der interviewten Experten wurde generisch das Pseudonym „Experte“ verwendet und jeweils mit einer fortlaufenden Nummerierung versehen. Die Interviewpartner wurden über die Anonymisierung der Daten schriftlich in Kenntnis gesetzt.

Die ursprüngliche Intension war es, mittels Klarnamen in Verbindung mit dem persönlichen Werdegang sowie den eingenommenen Blickwinkeln und betreuten Sanierungsvolumen, den Status und die Bedeutung des Experten zu unterstreichen.¹⁰³² Da auf die Verwendung von Klarnamen im Rahmen dieser Ausarbeitung verzichtet wurde, wurde mit Hilfe von Anhang 1

¹⁰³² Vgl. auch Themenkomplex 1 des teilstandardisierten Interviewleitfadens (Anhang 4, dort laufende Nr. 1) bzw. Ausführungen dazu in Kapitel 8.2.6.

die Bedeutung der jeweils interviewten Experten herausgearbeitet, ohne dass hierbei Rückschlüsse auf diese möglich sind.

Für die Auswertung von Interviewtranskripten existiert in der empirischen Sozialforschung eine Vielzahl von Methoden.¹⁰³³ In der vorliegenden Arbeit erfolgte die Auswertung der Transkripte in Form einer zusammenfassenden Inhaltsanalyse.¹⁰³⁴ Hierzu wurden die unterschiedlichen Datensätze zunächst in ein einheitliches schriftliches Format überführt und um die für die Datenanalyse irrelevanten Angaben bereinigt.¹⁰³⁵ Im Anschluss daran wurden die Kernaussagen der jeweils komprimierten Transkripte in Kategorien gebündelt und hierbei Ankerbeispiele geschaffen, die wiederum nach ihrer Häufigkeit gewichtet wurden.¹⁰³⁶ Da überwiegend offene Fragen gestellt wurden, wurden von den Interviewten mitunter mehrere Aspekte angesprochen. Dies hat zur Folge, dass die Anzahl der ausgewerteten Antworten (= N*) die Anzahl der Befragten übersteigt.

Um ein umfassendes Bild davon zu gewinnen, welche Faktoren einerseits für die Sanierungsbedürftigkeit und andererseits für die erfolgreiche Umsetzung der Sanierung ausschlaggebend sind, wurde auf eine Differenzierung der Antworten nach Expertengruppen bewusst verzichtet. So kommt es gerade nicht darauf an, welche (Erfolgs-)Faktoren eine einzelne Expertengruppe als besonders zielführend erachtet. Eine Sanierung basiert grundsätzlich auf einem abgestimmten Sanierungskonzept, bei dem die persönlichen, individuellen Bevorteilungen eines einzelnen Sanierungsbeteiligten nicht im Vordergrund stehen, sodass die jeweiligen Faktoren aus dem Blickwinkel des Einzelnen nicht maßgebend sind.

8.3. Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Nachfolgend werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargestellt. Die Eingangsfragen 1 bis 3 im Interviewleitfaden werden im Rahmen dieser Auswertung nicht weiter

¹⁰³³ Eine Auswahl der Methoden zur Auswertung von Transkripten geben: Mayer (2009), S. 45–55; Flick (2002), S. 310 f. und Lamnek (1995), S. 107; vgl. auch Lamnek (2010), S. 321 ff.

¹⁰³⁴ Zur zusammenfassenden Inhaltsanalyse vgl. ausführlich Mayring (2015).

¹⁰³⁵ Zur Datenaufbereitung vgl. ausführlich Döring und Bortz (2016), S. 580 ff. Vgl. dazu auch Mayring (2015), S. 67.

¹⁰³⁶ Vgl. Mayring (2015), S. 50 ff. Eine tabellarische Zusammenfassung der identifizierten Ankerbeispiele und empirisch gewonnenen Erkenntnisse sowie deren Gewichtung zueinander kann dem Anhang 3 entnommen werden.

betrachtet, da sie der Überprüfung und Einordnung des Expertenstatus der Befragten dienen.¹⁰³⁷ Die Experten konnten alle eine langjährige Berufserfahrung im Bereich der geschlossenen Immobilienfonds und insbesondere im Bereich der Sanierung vorweisen. Die meisten interviewten Experten konnten aus verschiedenen Blickwinkeln berichten, da überwiegend Personen ausgewählt wurden, die Doppel- oder Mehrfachfunktionen im Bereich der Sanierung geschlossener Fonds innehaben oder hatten.¹⁰³⁸ Eine Zusammenfassung der im Rahmen der Fragen 1 bis 3 gegebenen Antworten zur Identifikation des Experten kann dem Anhang 2 entnommen werden.

8.3.1. Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen

Nach der Identifikation bzw. Verifikation des Expertenstatus wurde zunächst nach der Art der jeweiligen Krise(n), den Gründen für die Entstehung und den Verursachern von Krisen gefragt, um für die vorliegende Arbeit verschiedene Krisenarten identifizieren zu können.

Frage 4: *Wenn Sie an die Ihnen bekannten Sanierungsfälle zurückdenken, welche Krisenarten (z. B. (drohende) Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit etc.) würden Sie dann identifizieren?*

Nach Aussage der Experten erwies sich als häufigste Krisenart zunächst das Eintreten der Zahlungsunfähigkeit. Aufgrund der verringerten oder ausbleibenden Zahlungsströme trat spätestens zum Zeitpunkt der Nachbewertung der Immobilien auch die Überschuldung ein, womit die Krise sich verschärfte.

Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019) benannten die Überschuldung als wesentliche Ursache der Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds. Experte Nr. 03 (13.09.2019) gab zu Protokoll, dass in den ihm bekannten Fällen die Einnahmenseite überwiegend langfristig und nachhaltig gesichert war; eine akute Zahlungsunfähigkeit also nicht Ursache für die Sanierungsbedürftigkeit war. Insbesondere im Rahmen von Nachbewertungen wurde der Immobilienwert so niedrig taxiert, dass dieser nicht mehr dazu ausreichte, das ursprünglich investierte Eigen- und Fremdkapital zu besichern.

¹⁰³⁷ Zur Definition des Experten vgl. Kapitel 8.2.1 i. V. m. Anhang 2.

¹⁰³⁸ Zur Datengrundlage, Beschrieb und Bestimmung der Stichprobe vgl. Kapitel 8.2.1.

Experte Nr. 07 (18.10.2019) konnte keine Priorisierung der Krisenarten vornehmen.

Frage 5: Was sind aus Ihrer Sicht die Ursachen für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds in der Praxis?

Wie die von den Experten gemachten Angaben zeigen, sind die Gründe und Ursachen einer Sanierungsbedürftigkeit komplex und vielfältig. Gleichwohl haben sich im Wesentlichen zwei Hauptursachen einer Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds herauskristallisiert:

So gaben sämtliche Experten an, dass ein wesentlicher Grund für die Sanierungsbedürftigkeit die durch die Bundes- und Landesregierungen mittels (Miet-)Subventionen und Steueranreizen angeregten Fehlallokationen von Finanzströmen gewesen seien. Über diese politisch motivierten Instrumente wurden westdeutsche Gelder nach Ostdeutschland transferiert.¹⁰³⁹ Mit Hilfe der künstlich geschaffenen Finanzströme sollte der Aufbau der neuen Bundesländer gefördert und unterstützt werden. Doch heute, nach Auslaufen der Förderungen und dem Wegfall der steuerlichen Anreize, kann im Einklang mit den Angaben der Experten konstatiert werden, dass die politisch motivierten Instrumente zur Lenkung von Kapitalflüssen zwar grundsätzlich funktioniert haben, die in den neuen Bundesländern geschaffenen Immobilienprojekte aber überwiegend am Markt vorbei errichtet wurden. Eine entsprechende Nachfrage nach geschaffenen (Miet-)Flächen war nicht vorhanden, sodass eine deutliche Überkapazität geschaffen wurde.¹⁰⁴⁰ Viele Projekte, welche die freie Marktwirtschaft unter den gegebenen Umständen als unwirtschaftlich eingestuft hätte, konnten mit Hilfe der staatlich gewährten Subventionen als durchaus rentabel dargestellt werden. Im Vordergrund standen selten finanzwirtschaftliche Aspekte, sondern oftmals die individuelle Optimierung der Steuerlast der einzelnen Anleger, die viele Projekte – zumindest auf dem Papier – als lukrativ erscheinen ließ.¹⁰⁴¹

Ergänzend dazu gab der überwiegende Teil der Experten zu Protokoll, dass eine weitere Hauptursache der Sanierungsbedürftigkeit in der Fehlentwicklung der Einnahmenseite liege.

¹⁰³⁹ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹⁰⁴⁰ Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹⁰⁴¹ Unter anderem Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

Diese entwickelte sich oft nicht in der Art, wie es in den Fondsprospekten zum Zeitpunkt der Emission angenommen wurde. Ursächlich hierfür waren unrealistische Annahmen in den Langfristprognosen bezüglich Inflation, Nachvermietungszenarien, Ansätzen für die Instandhaltung etc.¹⁰⁴² Die erwartete Marktentwicklung trat überwiegend nicht ein. Nach außergewöhnlich vorteilhaften Erstvermietungen¹⁰⁴³ (ggf. sogar mit Ankermietern, die überwiegende Teile der Immobilien angemietet hatten) musste im Rahmen der (mitunter vorzeitigen) Anschlussvermietungen realisiert werden, dass die im Businessplan angenommenen Vermarktungszeiten und Anschlussmieten am Markt nicht zu realisieren waren. Prolongationen bestehender Mietverträge (auf dem Niveau der Erstvermietungen) ließen sich oft nicht realisieren. Das künstlich geschaffene Überangebot trug zusätzlich dazu bei, dass Marktmieten sich nicht in der Art entwickelten, wie es in den Fondsprospekten prognostiziert worden war.¹⁰⁴⁴ Sofern der Ankermieter aus der Immobilie ausgezogen war, mussten Konzepte entwickelt werden, die eine kleinteiligere Vermietung ermöglichten, was Umbaumaßnahmen und damit einen weiteren Finanzbedarf mit sich brachte. Des Weiteren wurde angemerkt, dass der gesamte sogenannte Aufbau Ost nicht so gelang, wie erwartet.¹⁰⁴⁵

Teilweise wurde in den Businessplänen mit einer Fortführung der gewährten Subventionen und daher mit einer kontinuierlichen Einnahmenseite gerechnet. Nach Auslaufen der Subventionen, einhergehend mit einem niedrigeren Marktumfeld, brach auch hier die Einnahmenseite in der Regel zusammen, sodass die in der Gesellschaft vorhandenen Verbindlichkeiten nicht mehr (vollumfänglich) bedient werden konnten.¹⁰⁴⁶ Grundsätzlich kann also auch die Fehlallokation von Finanzströmen als Ursache für die Fehlentwicklung der Einnahmenseite betrachtet werden.

Neben der Fehlallokation von Finanzströmen und der Fehleinschätzung der Entwicklung der Einnahmenseite benannten die Interviewten weitere Ursachen für die Sanierungsbedürftigkeit, die in der Kategorie „Außergewöhnliche, nicht vorhersehbare Risiken“ zusammengefasst

¹⁰⁴² Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁴³ Die Erstvermietungen wurden z. B. mit Hilfe von Incentivierungen (mietfreie Zeiten zu Beginn der Laufzeit, Baukostenzuschüsse etc.) erzielt Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹⁰⁴⁴ Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹⁰⁴⁵ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹⁰⁴⁶ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

sind. Neben nicht kalkulierbaren Risiken wie z. B. Baumängeln, Wasserschäden, Insolvenz eines Generalunternehmers etc. wurde mehrfach die Veruntreuung von Anlegergeldern genannt. Dies wurde unter anderem mit zu hohen anfänglichen Anschaffungskosten, den sogenannten Weichkosten, begründet; daneben wurde angeführt, dass teilweise verdeckte Zahlungen an verbundene Unternehmen geleistet wurden.¹⁰⁴⁷ Darüber hinaus sehen die Experten durch Missmanagement und fehlende Kompetenz eine erhebliche Mitverantwortung bei den agierenden Personen, also dem Asset-, Fonds- oder Property Manager, der Geschäftsleitung und den Geschäftsbesorgern oder Treuhändern.¹⁰⁴⁸

Ergänzend wurde angemerkt, dass eine Vielzahl der geschlossenen Immobilienfonds in ausländischen Währungen finanziert wurde. Hier wurde insbesondere auf die Schweizer-Franken-Finanzierungen der 1990er Jahre verwiesen. Rückblickend hat das zunächst unterschätzte Wechselkursrisiko den zum Zeitpunkt der Refinanzierung eigentlich funktionierenden geschlossenen Fonds erheblich zugesetzt, bereits problembehaftete geschlossene Fonds gerieten massiv unter Druck.¹⁰⁴⁹

Als weiteres außergewöhnliches, nicht vorhersehbares Risiko wurde benannt, dass die Anleger das Produkt des geschlossenen Fonds überwiegend nicht verstanden und folglich nicht hinterfragt hätten. Getrieben von Gier und motiviert durch (Steuer-)Subventionen hatten Banken, Steuerberater, Rechtsanwälte, Vertriebler etc. leichtes Spiel und konnten geschlossene Beteiligungen zu großer Zahl am Markt platzieren. Die Anleger vertrauten blind auf den Fondsprospekt und den Vertrieb, ohne dabei die Lage der Immobilie, in die sie investierten, ihre Bauqualität, die Annahmen im Businessplan bzgl. der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung etc. zu hinterfragen. Zu oft ließen sich die Anleger durch vom Steuerberater „geprüfte“ Prognoserechnungen oder die bereitwillige Finanzierung des Gesellschaftsanteiles durch die

¹⁰⁴⁷ Experte Nr. 07 (18.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁴⁸ Experte Nr. 02 (12.09.2019), Experte Nr. 07 (18.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) Nur Experte Nr. 01 (12.09.2019) gab zu Protokoll, dass gerade Missmanagement aus seiner Sicht keine wesentliche Ursache für die Sanierungsbedürftigkeit ist.

¹⁰⁴⁹ Experte Nr. 07 (18.10.2019). Dieses Problem dürfte sich auch bei geschlossenen Fonds jüngerer Datums ergeben – gerade weil sich die Schweizer Nationalbank im Januar 2015 dazu entschlossen hat, die Verteidigung der EUR-Untergrenze von 1,20 EUR/SFR aufzugeben. Das Kursverhältnis zwischen Schweizer Franken und Euro schwankte daraufhin zeitweise um bis zu 20 %.

vertreibende Bank blenden.¹⁰⁵⁰ Grundsätzlich war dies nicht ursächlich für die Schieflage geschlossener Immobilienfonds, gleichwohl war es aber nur aufgrund dessen möglich, geschlossene Fonds mitunter leichtfertig zu initiieren und in einer Vielzahl am Markt zu platzieren. Gleichzeitig muss angemerkt werden, dass vor dem Hintergrund der Steuerersparnis auch Anleger Anteile geschlossener Immobilienfonds zeichneten, die Verluste mitunter nur schwer verschmerzen konnten.

Inwiefern dies tatsächlich als „nicht vorhersehbares Risiko“ eingestuft werden kann und ob es rückblickend nicht gerade in der Verantwortung aller Gesellschafter, vor allem aber der professionellen Akteure, gelegen hätten, dieses Risiko vorherzusehen, bleibt zu diskutieren. Weiter unten wird hierzu in Zusammenhang mit der Frage nach den Verantwortlichkeiten noch etwas zu sagen sein.

Frage 6: Ist aus Ihrer Sicht die Sanierungsbedürftigkeit einer Fondsgesellschaft bereits eingetreten, wenn die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals nicht mehr darstellbar ist?

Nach überwiegender Meinung der Experten besteht keine Sanierungsbedürftigkeit, wenn die Immobilienfondsgesellschaft nicht mehr in der Lage ist, auf das eingesetzte Eigenkapital die versprochene Verzinsung an die Anleger auszuzahlen.¹⁰⁵¹ Die Befragten begründeten das überwiegend damit, dass es sich bei einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds immer um eine unternehmerische Beteiligung handelt¹⁰⁵² und diese per se das Risiko birgt, dass die Verzinsung ausbleibt oder sogar das investierte Eigenkapital aufgezehrt wird. Bestätigt wurde dies durch die Aussage, dass eine Sanierungsbedürftigkeit der Fondsgesellschaft so lange nicht besteht, wie der Kapitaldienst der durch die Objektgesellschaft aufgenommenen Finanzierungen bedient werden kann.

Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019), Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019) hingegen gingen davon aus, dass eine Sanierungsbedürftigkeit bereits dann besteht, wenn die im Fondsprospekt auf das investierte Eigenkapital ausgewiesenen Renditen

¹⁰⁵⁰ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹⁰⁵¹ Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹⁰⁵² Experte Nr. 02 (12.09.2019). So auch Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

nicht mehr (in voller Höhe) an die Gesellschafter ausgeschüttet werden können oder die Ausschüttungen durch Entnahmen aus dem Fondsvermögen getätigt werden müssen (also nicht durch die von der Fondsgesellschaft erwirtschafteten Gewinne gedeckt sind). Unter anderem begründeten diese Experten ihre Antworten damit, dass die Gesellschafter zum Erwerb des Unternehmensanteiles Fremdfinanzierungen aufgenommen hatten und zur Bedienung von Zins- und Tilgungsleistungen auf die prognostizierten Ausschüttungen angewiesen waren.

Frage 7: Wer ist aus Ihrer Sicht für die Gründe einer Sanierungsbedürftigkeit verantwortlich?

Die befragten Experten waren sich einig, dass die Initiatoren und die Politik die Hauptverantwortlichen für die Ursachen der Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds sind.

Alle befragten Experten gaben an, dass der Initiator bereits im Rahmen der Initiierung der Produkte erhebliche Fehler begangen hatte. Insbesondere wurde angeführt, dass bereits bei der Erstellung des Fondsprospektes bzw. im Rahmen der Kalkulationen Risikopositionen nicht richtig eingepreist wurden bzw. Annahmen schlicht falsch waren. Weiter führten die Befragten an, dass die Objektauswahl des Initiators (aus heutiger Sicht) oft wesentliche Ursache für die Sanierungsbedürftigkeit der Objektgesellschaften war. Des Weiteren gaben die Befragten an, dass sich die sanierungsbedürftigen Gesellschaften oft mit Fällen von Betrug, Veruntreuung, Missmanagement sowohl auf Objekt- als auch auf Fondsebene auseinandersetzen mussten, die mit hohen anfänglichen Weichkosten und dem Abfluss von liquiden Mitteln an verbundene Unternehmen (Treuhand, Vertrieb etc.) verbunden waren.¹⁰⁵³

Sieben der neun befragten Experten sahen eine erhebliche Mitverantwortlichkeit der Politik und sprachen von politischen Fehlentscheidungen. Mit Hilfe von steuerinduzierten und subventionierten (Fehl-)Anreizen gelang es den Bundes- und den Landesregierungen, insbesondere westdeutsche Gelder nach Ostdeutschland zu transferieren und dadurch maßgeblich zu einer fehlgeleiteten Marktentwicklung beizutragen. Doch auch unabhängig davon sahen die Experten die Marktentwicklung im Allgemeinen als wesentliche Ursache für die Sanierungsbedürftigkeit von geschlossenen Immobilienfonds an. Stagnierende oder negative

¹⁰⁵³ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 05 (02.10.2019), Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

Marktentwicklungen insbesondere in den neuen Bundesländern waren nach Aussage der meisten Experten so nicht vorherzusehen. Trotz erheblicher Subventionen sei es (unter anderem mit Hilfe von geschlossenen Immobilienfonds) nicht gelungen, strukturschwache Regionen zu entwickeln und nachhaltig zu fördern, sodass hier die kalkulierten Mieteinnahmen oder Veräußerungserlöse nicht generiert werden konnten.

Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 01 (12.09.2019) sahen im Rahmen der Initiierung der Produkte eine Mitverantwortung bei den finanzierenden Banken. Gerade Banken hätten in ihrer Funktion als Spezialisten für die Einschätzung einer Werthaltigkeit und Prüfung von Businessplänen nebst entsprechender Einwertung diesbezüglicher Annahmen eine erhöhte Prüfpflicht gehabt. Es hätte erwartet werden können, dass im Rahmen der Darlehensvergabe auf die erhöhten Risiken hingewiesen worden wäre. Ferner wurde kritisiert, dass die Banken oft auch die Anlegeranteile finanzierten, wodurch die Gesellschafter ihr Geld in Sicherheit glaubten, meinten sie doch, davon ausgehen zu können, dass Fondsanteile, zu deren Erwerb bereitwillig Finanzierungen ausgereicht wurden, den hohen Qualitätsanforderungen einer Bank genügten.¹⁰⁵⁴

Doch auch den Anlegern wurde von den Experten eine Mitschuld an der Sanierungsbedürftigkeit zugesprochen. Anleger, teilweise getrieben von der „Gier, Steuern zu sparen“, zeichneten im blinden Vertrauen auf Anlageberater, vertreibende Banken, Steuerberater etc. Anteile an geschlossenen Fonds, ohne zu verstehen und zu hinterfragen, in was hier eigentlich investiert werden sollte. Weder die Annahmen in den Kalkulationen wurden hinterfragt, noch wurde kritisch geprüft, ob das Anlageprodukt überhaupt zur eigenen Investitionsstrategie passte. Gleichzeitig mangelte es an Verständnis bzw. an Aufklärung über die Anlageform als solche.¹⁰⁵⁵ Die Rufe der Anleger nach besserer Aufklärung waren laut; heute sind umfangreiche Prospekte mit detaillierten Informationen zum Produkt Pflicht.¹⁰⁵⁶ Anzumerken ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass es auch damals schon die Möglichkeit gab, sich als Anleger ohne Vorkenntnisse alle nötigen Informationen zu beschaffen. Oft genug wurde das aber nicht

¹⁰⁵⁴ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 01 (12.09.2019).

¹⁰⁵⁵ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹⁰⁵⁶ Siehe dazu Kapitel 4.4.6.

getan – Angebote, die Produkte durch einen unabhängigen Dritten überprüfen zu lassen, wurden von den Anlegern vielfach nicht wahrgenommen.¹⁰⁵⁷

8.3.2. Praktischer Sanierungsansatz und -prozess

Nachdem den Beteiligten bewusst geworden ist, dass eine Krisensituation bevorsteht oder gar schon eingetreten ist, sind bestimmte Prozesse zur Einleitung der Sanierung erforderlich. In dem Abschnitt „Praktischer Sanierungsansatz und -prozess“ sollte ermittelt werden, welche Sanierungsansätze von den Beteiligten im Wesentlichen verfolgt wurden. Weiter wurde erfragt, ob sich daraus mögliche Handlungsschemata ableiten oder sogar ein einheitlicher Prozess definieren lassen. Die Experten wurden gebeten, auf die ihnen bekannten Sanierungsfälle zurückzublicken und über die in der Vergangenheit gewonnenen Erfahrungen mit der Sanierung geschlossener Immobilienfonds zu berichten.

Frage 8: Mit welchen Schwierigkeiten hatten die Beteiligten im Vorfeld der Sanierung zu kämpfen?

Die Schwierigkeiten im Vorfeld einer Sanierung sind noch vielfältiger als die Ursachen für Sanierungsfälle. Ein einheitliches Muster für die Sanierungsbedürftigkeit lässt sich nicht bestimmen. Als zentrales Problem hat sich die Informationspolitik herausgestellt. Sämtliche befragten Experten gaben an, dass in Bezug auf die Informationspolitik der an der Gesellschaft Beteiligten erheblicher Verbesserungsbedarf bestand. Mitunter wurde von den Befragten kritisiert, dass die Leitungsorgane der Gesellschaft, also im Wesentlichen die Geschäftsführung bzw. der Geschäftsbesorger, aber auch der Beirat, die Gläubiger und Anleger nicht rechtzeitig und nicht vollumfänglich informiert hatten.¹⁰⁵⁸ Die von den Beteiligten gewählte Informationspolitik wurde als „Salomitaktik“ beschrieben. Es wurde eine offene, transparente und vollumfängliche Kommunikation und Darlegung der Aktenlage in Bezug auf die Situation der Fondsgesellschaft gefordert.¹⁰⁵⁹ Ferner wurde als Problem genannt, dass die Verhandlungspartner, im Wesentlichen die finanzierenden Banken und die Gesellschafter (bzw. deren

¹⁰⁵⁷ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁵⁸ Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019) So auch Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019). Hier wurde noch unterstrichen, dass dies insbesondere dann der Fall war, wenn die agierenden Organe dem Initiator persönlich nahestanden.

¹⁰⁵⁹ Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

Vertreter in Form von Beiräten und Anwälten), nicht konsequent und zielorientiert an einen Tisch gebracht worden waren.¹⁰⁶⁰ Sanierungskonzepte wurden überwiegend durch den Geschäftsbesorger in Zusammenarbeit mit der Bank ausgearbeitet und den Gesellschaftern in der „Friss-oder-Stirb“-Taktik präsentiert.¹⁰⁶¹ Ein partnerschaftliches Verhältnis zwischen den Beteiligten war nicht vorhanden.¹⁰⁶²

Neben der Kommunikation galt es, ein tragfähiges Sanierungskonzept zu erarbeiten und die Beteiligten von diesem zu überzeugen. Hinsichtlich der Erarbeitung des Sanierungskonzeptes gaben die Experten an, dass die Schwierigkeiten im Wesentlichen in der Maßnahmenanalyse,¹⁰⁶³ der Ermittlung des Kapitalbedarfes und der Einschätzung der Umsetzbarkeit der jeweils eruierten Sanierungsbausteine aufgetreten sind.¹⁰⁶⁴ Des Weiteren musste durch die Sanierungsexperten im Vorfeld des Sanierungskonzeptes eingeschätzt werden, mit welchen Sanierungsbeiträgen gerechnet werden konnte, um daraus abzuleiten, welche Sanierungskonzepte den Beteiligten überhaupt zur Auswahl gestellt werden konnten.¹⁰⁶⁵ Abhängig von der Rechtsform der Fondsgesellschaften war das Spektrum der Sanierungsbeiträge der Gesellschafter breit. Über eine persönliche Inanspruchnahme wirtschaftlich stabiler Anleger bis hin zu einer vollständigen Einzahlung der Hafteinlage oder der Insolvenz von vollhaftenden Gesellschaftern und damit keiner juristischen Inanspruchnahme waren praktisch alle möglichen Fälle eingetreten. Fehlende oder nicht durchsetzbare Inanspruchnahmen (von Großgesellschaftern) erschwerten die Sanierung einer Fondsgesellschaft oftmals.¹⁰⁶⁶ Sofern ein sinnvolles Sanierungskonzept erarbeitet werden konnte, das durch die finanzierende Bank sowie die Gesellschafter (zumindest dem ersten Meinungsbild nach) mitgetragen wurde, galt es, sanierungsunschlüssige oder -unwillige Gesellschafter von dem Sanierungskonzept zu überzeugen und ihnen die alternativen Handlungsoptionen (juristische Inanspruchnahme, Verlust von

¹⁰⁶⁰ Experte Nr. 02 (12.09.2019), Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹⁰⁶¹ Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹⁰⁶² Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁶³ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹⁰⁶⁴ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹⁰⁶⁵ Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹⁰⁶⁶ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

Eigenkapitalanteilen, Verwässerung des Stimm- und Anteilswertes, nachrangige Bedienung von zukünftigen Überschüssen etc.) aufzuzeigen.¹⁰⁶⁷

Insbesondere galt es, dem nicht versierten Anleger die juristische Situation darzulegen und ihn über die möglichen Handlungsspielräume in Kenntnis zu setzen. Erschwerend wirkt sich in solchen Fällen aus, dass die Geschäftsführung oder der Geschäftsbesorger selbst keine juristische Beratung der einzelnen Akteure durchführen darf. Entsprechend sind unabhängige Gutachten zu erstellen, damit diese durch den einzelnen Anleger bewertet und individuelle Handlungsmöglichkeiten ausgelotet werden können. Während die finanzierende Bank in der Regel juristisch gut beraten war, war den Gesellschaftern die Rechtslage den Experten zufolge meist unklar; ihre Handlungsspielräume, die Handlungsalternativen und mögliche wirtschaftliche und juristische Inanspruchnahmen z. B. vor dem Hintergrund der GbR-Haftung oder des Wiederauflebens der Haftung eines Kommanditisten nach § 172 Abs. 4 HGB waren den Anlegern in aller Regel nur eingeschränkt bekannt.

Eine weitere von den Experten benannte Schwierigkeit im Vorfeld der Sanierung bestand darin, dass der von der Gesellschaft eingesetzte Geschäftsbesorger mit der eingetretenen Sanierungssituation überfordert war und zu zögerlich an die Thematik heranging.¹⁰⁶⁸ Teilweise wurde angegeben, dass die Krise durch die Agierenden zu spät erkannt wurde und ein auf die Sanierung spezialisierter Berater zu spät bzw. gar nicht in Anspruch genommen wurde.¹⁰⁶⁹

Frage 9: Welche Lösungsansätze und Methoden wurden den Beteiligten der Sanierung zur Auswahl gestellt?

Überwiegend wurde angegeben, dass eine Priorisierung der erfolgreichen Sanierungsbausteine nicht oder kaum möglich war. Die Experten betonten, dass die Sanierung einer Fondsgesellschaft immer auf einem individuell erarbeiteten Sanierungskonzept mit aufeinander abgestimmten Sanierungsbausteinen und Handlungsalternativen aufbaut. Eine ideale Strategie oder ein universal einsetzbarer Baustein für die erfolgreiche Sanierung konnten nicht identifiziert werden, zumal auch die einzelnen Sanierungsbausteine individuell ausgestaltet werden

¹⁰⁶⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹⁰⁶⁸ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁶⁹ Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

mussten. Gleichwohl gaben die Experten an, dass auf Bankenseite der Forderungsverzicht (mit Besserungsschein) ein durchaus gängiges Mittel war. Gleichmaßen wurde dies auch durch die Gesellschafter von den Banken gefordert. Ansonsten wählten die Gesellschafter – wohl auch vor dem Hintergrund der gängigen Rechtsprechung – meist das Mittel des Gesellschafternachrangdarlehens. Im Rahmen der erarbeiteten Sanierungskonzepte wurde von den sanierungswilligen Gesellschaftern darauf gedrängt, dass sanierungsunwillige Gesellschafter (ggf. unter Zahlung eines negativen Abfindungsguthabens) aus der Gesellschaft ausscheiden.¹⁰⁷⁰ Experte Nr. 08 (12.11.2019) gab auf die Frage nach seiner bevorzugten Sanierungsstrategie zur Antwort, dass im Rahmen der individuellen Betrachtung der Sanierung die Finanzierungsseite (Eigen- und Fremdkapital) an die zukünftige Situation der Gesellschaft anzupassen sei, damit diese möglichst liquide bleibe.¹⁰⁷¹ Sanierungskonzepte sollten nach Möglichkeit stets ausgeglichen sein; Bank und Gesellschafter sollten sich in gleicher Höhe an der Sanierung beteiligen.¹⁰⁷²

Ferner hat sich gezeigt, dass nach Eintreten der Sanierungssituation oft zunächst kurzfristig wirksame Maßnahmen eingeleitet wurden, um Zeit für die Entwicklung eines Sanierungskonzeptes zu gewinnen. Hier kamen Sanierungsbausteine wie das Moratorium, Stillhalteabkommen mit der finanzierenden Bank, die Stundung oder das Aussetzen der Verzinsung des Eigen- und Fremdkapitals zum Einsatz.¹⁰⁷³ Ziel dieser Maßnahmen war, die dreiwöchige Insolvenzantragspflicht auszuhebeln und die Gesellschaft damit vor dem Eintreten des Insolvenzantragsgrundes der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit kurzfristig zu schützen.¹⁰⁷⁴

Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) führten an, dass eine Sanierung auch durch einen „freihändigen“ Verkauf, also einen schnellstmöglichen Verkauf der Immobilie(n) am freien Markt erfolgen könne. Hierbei werden die Verluste zügig realisiert (Cut Losses) und so das weitere Anwachsen dieser vermieden. Da im Rahmen eines Insolvenzverfahrens davon ausgegangen werden muss, dass neben den bestehenden Verlusten weitere

¹⁰⁷⁰ Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁷¹ Die Aussage deckt sich mit den Erkenntnissen zu Frage Nr. 9.

¹⁰⁷² Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 02 (12.09.2019).

¹⁰⁷³ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹⁰⁷⁴ Die zuvor gemachten Angaben können auch Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) unterstellt werden.

Vermögenswerte vernichtet werden, kann die Strategie „Cut Losses“ ebenfalls ein erfolgreiches Sanierungskonzept darstellen.

Sofern sich die Eigentümer dazu entscheiden, den unhaltbar gewordenen Zustand zu beenden, kann mittels eines geordneten Verkaufes versucht werden, einen maximalen Verkaufspreis zu erzielen. Um Zeit für einen geordneten Verkauf zu gewinnen, sind auch hierfür in der Regel kurzfristige Sanierungsbausteine notwendig, um eine Insolvenzantragspflicht zu vermeiden.

Frage 10: *Wie konnten die an der Sanierung Beteiligten von einem tragfähigen und nachhaltigen Sanierungskonzept überzeugt werden? Wurden im Rahmen der Erstellung des Sanierungskonzeptes verschiedene Möglichkeiten und Wege ausgearbeitet und den Beteiligten vorgestellt?*

Die an der Sanierung Beteiligten konnten mittels eines in sich schlüssigen und nachhaltigen Sanierungskonzeptes von einer Beteiligung an der Sanierung überzeugt werden. Das Sanierungskonzept musste dafür individuell erarbeitet und die verschiedenen Handlungsmöglichkeiten mussten den jeweils Beteiligten unter Berücksichtigung des Worst-Case-Szenarios dargestellt werden. Es musste klar und für alle verständlich kommuniziert werden. Aus dem Sanierungskonzept musste hervorgehen, dass sich mit den zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteinen die maximale Inanspruchnahme oder der (Total-)Verlust des ursprünglich eingesetzten Kapitals vermeiden ließen und der zu erbringende Sanierungsbeitrag geringer sein würde als die Kosten, die eine juristische Inanspruchnahme mit sich bringen würde. Unabhängig davon, ob eine juristische Inanspruchnahme zu befürchten oder gar eingetreten war, musste den Sanierungsbeteiligten dargestellt werden, dass die nachzuschießenden Gelder dazu beitragen konnten, bereits verloren geglaubtes Kapital wieder werthaltig zu machen und abzusichern, sodass auch nachgeschossene Gelder werthaltig bleiben würden,¹⁰⁷⁵ was auch das bestehende Verlust- und Haftungsrisiko begrenzen würde. Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) gaben an, dass es zur Überzeugung der Sanierungsbeteiligten sinnvoll sei, die Unterstützung (kommunikationsstarker) Sanierungsberater zu nutzen.¹⁰⁷⁶ Um

¹⁰⁷⁵ Die hier erteilten Antworten decken sich mit den Antworten zu Frage Nr. 11 und Frage Nr. 25.

¹⁰⁷⁶ Zur Notwendigkeit eines Sanierungsberaters vgl. auch Antworten zu Frage Nr. 16.

die Zustimmungsbereitschaft der Gesellschafter zu erhöhen, hat es sich bewährt, den Gesellschaftern die Möglichkeit zu geben, über das Schicksal ihres Fonds selbst abzustimmen.¹⁰⁷⁷

Frage 11: Was waren die ausschlaggebenden Argumente für die Beteiligten, sich an einer Sanierung zu beteiligen?

Von den Sanierungsbeteiligten wurde eine geringere wirtschaftliche Inanspruchnahme verfolgt. Sie stimmten der Sanierung zu, weil sie davon ausgingen, dass die Beteiligung an einem Sanierungskonzept wirtschaftlich attraktiver sei als eine (kurzfristige) Liquidation oder die persönliche juristische Inanspruchnahme der Gesellschafter durch die Gläubiger.¹⁰⁷⁸

In erster Linie wurde auf den (Wert-)Erhalt des Assets¹⁰⁷⁹ und die Vermeidung weiterer Verluste Wert gelegt.¹⁰⁸⁰ Auch die Aussicht, dass nach erfolgreicher Durchführung der Sanierung die Immobilienanlage wieder werthaltiger sein würde und bis dato realisierte Verluste durch die Sanierung minimiert oder zumindest teilweise wieder aufgefangen werden könnten, waren für die Befragten ausschlaggebende Gründe, sich an der Sanierung zu beteiligen.¹⁰⁸¹

Aus Perspektive der Gesellschafter galt es, z. B. im Rahmen der persönlichen Haftung (bei einer GbR-Beteiligung oder dem Wiederaufleben der Haftung nach § 172 Abs. 4 HGB), die juristische Inanspruchnahme durch die Gläubiger der Fondsgesellschaft zu vermeiden oder zumindest deutlich zu begrenzen. Insbesondere solvente und anwaltlich gut beratene Gesellschafter beteiligten sich dann an Sanierungskonzepten, wenn die juristische Situation keine anderen Möglichkeiten mehr zuließ und die juristische Inanspruchnahme durch die Gläubiger unausweichlich geworden war. Dasselbe gilt auch aus Sicht der Banken. Auch hier konnte eine erhöhte Sanierungsbereitschaft festgestellt werden, wenn juristische Themen nicht eindeutig

¹⁰⁷⁷ Experte Nr. 08 (12.11.2019). So auch der Wunsch von Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹⁰⁷⁸ Experte Nr. 06 (02.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁷⁹ Experte Nr. 06 (02.10.2019), Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁸⁰ Die Befragten haben angegeben, dass der „notgedrungene Verkauf“ immer die wirtschaftlich unattraktivste Variante ist. Dies spiegelt sich auch in den Antworten der Experten zu Frage Nr. 14 wider.

¹⁰⁸¹ Dies spiegelt sich auch in den Antworten zu Frage Nr. 9 wider. Hier gaben die Experten an, dass, sofern eine Priorisierung der Sanierungsbausteine möglich war, auf Bankenseite der Forderungsverzicht (mit Besserungsschein) ein durchaus gängiger und insbesondere von den Gesellschaftern gegenüber der Bank geforderter Sanierungsbaustein war.

bewertet werden konnten oder aber die juristische Inanspruchnahme der Gläubiger und Gesellschafter mit einem hohen (Ausfall-)Risiko belegt war.¹⁰⁸²

Als weiteres ausschlaggebendes Argument gaben die Experten an, dass immer dann mit einer erhöhten Sanierungsbereitschaft der Anleger und Banken gerechnet werden konnte, wenn mit Hilfe eines transparenten und in sich schlüssigen Sanierungskonzeptes Handlungsalternativen sowie die Vor- und Nachteile einer Sanierung aufgezeigt werden konnten. Mit Hilfe von gezielter Kommunikation gelang es, Vertrauen aufzubauen und die Mehrzahl der Beteiligten von einer Umsetzung des Sanierungskonzeptes zu überzeugen. Experte Nr. 08 (12.11.2019) gab ergänzend an, dass Gesellschafter zu einem Sanierungsbeitrag bewegt werden konnten, wenn die finanzierende Bank auf eine zukünftige Inanspruchnahme der dann ggf. noch vorhandenen und somit noch nicht ausgereizten Nachschussverpflichtungen der Gesellschafter verzichtete.¹⁰⁸³

Frage 12: *Wer ist Pionier im Vorantreiben der Sanierung? Folgen die Gesellschafter der sanierungswilligen Bank oder folgen die Banken den sanierungswilligen Gesellschaftern?*

Um herauszufinden, welche Gruppe der Stakeholder das größte Interesse am Vorantreiben einer Sanierung hat, wurden die Experten gefragt, wer sich als Pionier beim Vorantreiben der Sanierung erwiesen hat. Die eine Hälfte der Experten identifizierte hierbei, anders als zu erwarten gewesen wäre, nicht die Banken oder Gesellschafter, sondern die Geschäftsbesorger und Initiatoren als wesentliche treibende Kraft. Letztere bemühten sich um die Erstellung eines tragfähigen Konzeptes und darum, dass die an der Sanierung Beteiligten entsprechende Sanierungsbeiträge leisteten. Ergänzend dazu wurde angemerkt, dass der Geschäftsbesorger bzw. der Initiator immer dann eine führende Rolle spielte, wenn es sich um Kommanditgesellschaften mit voll aufgefüllter Hafteinlage handelte.¹⁰⁸⁴ Die andere Hälfte der Experten gab an, dass der Gesellschafter bzw. insbesondere der Beirat Pioniere im Vorantreiben der Sanierung

¹⁰⁸² Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁸³ So auch Experte Nr. 09 (12.11.2019) im Rahmen der Beantwortung zu Frage Nr. 13.

¹⁰⁸⁴ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

waren.¹⁰⁸⁵ Dies war insbesondere dann der Fall, wenn es sich um Gesellschaften in der Rechtsform der GbR handelte.¹⁰⁸⁶

Experte Nr. 07 (18.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) gaben an, dass die finanzierende Bank sich federführend darum bemühte, dass eine Sanierung begonnen und erfolgreich umgesetzt wurde.

Ergänzend wurde darauf hingewiesen, dass eine Sanierung nur dann erfolgreich sein kann, wenn Bank und Gesellschafter gemeinsam an dem Sanierungskonzept arbeiten und partnerschaftliche Sanierungsbeiträge definieren. Es wurde ausdrücklich betont, dass beide Stakeholder gleichermaßen an der Sanierung interessiert sein müssen und eine Win-win-Situation herbeiführen wollen.¹⁰⁸⁷

Frage 13: *Wie sieht ein Sanierungsbeitrag der Akteure (Banken, Gesellschafter, Initiator) aus, wenn ein bestehendes Darlehen verbleibt/prolongiert wird (Sanierungskonditionen), die Finanzierungsseite getauscht wird oder die Gesellschafter eingebunden werden?*

Eine einheitliche Antwort auf diese Frage konnte von den Befragten nicht getroffen werden. Sanierungen sind individuell zu betrachten und die Sanierungsbausteine sind einzeln aufeinander abzustimmen. Experte Nr. 03 (13.09.2019) konkretisierte seine Aussage dahingehend, dass ein erfolgreiches Sanierungsmuster am ehesten im Bereich der Kommanditgesellschaften zu beobachten war. Im Rahmen der Sanierung der GbR-Gesellschaften war den Experten zufolge immer eine individuelle Betrachtung notwendig.

Die Antworten auf Frage 13 bestätigten die auf Frage 9 gegebenen Antworten im Wesentlichen. Sofern die Befragten die Sanierungsbeiträge der Akteure priorisieren konnten, wurden hier von Finanzierungsseite vor allem der Forderungsverzicht (mit Besserungsschein)¹⁰⁸⁸ sowie

¹⁰⁸⁵ Experte Nr. 08 (12.11.2019) gab an, dass im Wesentlichen die Anlegervertreter (Beirat) dafür Sorge trugen, dass eine Sanierung vorangetrieben wurde.

¹⁰⁸⁶ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹⁰⁸⁷ Experte Nr. 02 (12.09.2019).

¹⁰⁸⁸ Ergänzend dazu Experte Nr. 09 (12.11.2019): Echte Forderungsverzichte wurden nur dann ausgesprochen, wenn durch die Nachschussverpflichtung bzw. die Haftung der Gesellschafter die Finanzierungslücke nicht

die Restrukturierungen der begebenen Darlehen (ggf. inkl. neuer Sanierungskonditionen und einer Anpassung der Tilgungsleistungen) angeführt. Die Anleger nannten das Ausschöpfen der juristisch vorhandenen Sanierungsbeiträge (mitunter erzwungen durch Nachschussverpflichtungen und Haftungsansprüche) sowie die Zuführung von frischem Eigenkapital oder die Ausreichung von Gesellschafterdarlehen. Die von den Gesellschaftern begebenen Sanierungsbausteine wurden im Überschuss- oder Liquidationsfall meist vorrangig gegenüber den nicht sanierungswilligen Gesellschaftern bedient (Wasserfall-Prinzip). Eine Beteiligung der Initiatoren war überwiegend nicht zu beobachten.¹⁰⁸⁹ Um die möglicherweise drohende Insolvenzantragspflicht auszuhebeln, wurden nahezu immer auch kurzfristige Sanierungsbausteine wie das Stillhalten, das Moratorium etc. angewendet.¹⁰⁹⁰

8.3.3. Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive

Nach der Betrachtung der praktischen Sanierungsansätze und -prozesse wurde im dritten Teil des Interviewleitfadens auf die Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive eingegangen. Hier wurden im Wesentlichen bereits abgeschlossene Sanierungen betrachtet, um daraus Erkenntnisse darüber abzuleiten, welche Maßnahmen als besonders erfolgversprechend angesehen werden können.

Frage 14: *Wurden die Sanierungen überwiegend gerichtlich angeordnet (Insolvenzantrag in Verbindung mit Bestellung eines Insolvenzverwalters oder eines Insolvenzplans) oder handelte es sich überwiegend um freiwillige Sanierungen?*

Sämtliche Experten gaben an, dass der überwiegende Teil der Sanierungen als freie Sanierungen stattgefunden hat. Die an den Fondsgesellschaften Beteiligten erkannten die Sanierungsbedürftigkeit so frühzeitig, dass noch ein ausreichender Handlungsspielraum vorhanden war. Sofern der Handlungsspielraum nicht mehr vorhanden war, machten die an der Sanierung Beteiligten überwiegend von kurzfristig wirksamen Sanierungsbausteinen Gebrauch, um einer

vollständig geschlossen werden konnte und die Bank im Fall einer Liquidation den Anteil der nicht abgesicherten Forderung ebenfalls hätte abschreiben müssen.

¹⁰⁸⁹ Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁹⁰ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

Insolvenzantragspflicht zu entgehen.¹⁰⁹¹ Den Befragten waren kaum Fälle bekannt, in denen geschlossene Immobilienfonds einen Insolvenzantrag stellten. Dies wurde unter anderem damit begründet, dass der Handlungsspielraum innerhalb einer Insolvenz eingeschränkt und wirtschaftlich gesehen für alle Beteiligten die schlechteste Lösung gewesen wäre.¹⁰⁹² Ein Experte konkretisierte seine Aussage dahingehend, dass die Gesellschaften eher liquidiert wurden, als sie durch die Insolvenz zu schicken.¹⁰⁹³

Frage 15: *Wurde die Sanierungsbedürftigkeit von den Beteiligten rechtzeitig erkannt oder wurde erst gehandelt, als es eigentlich schon zu spät war?*

Die Befragten gaben an, dass die Sanierungsbedürftigkeit der Fondsgesellschaft durch die involvierten Stakeholder in der Regel rechtzeitig erkannt wurde. Zwei der fünf Experten grenzten ihre Aussage dahingehend ein, dass sie ein frühzeitiges Erkennen der Sanierungsbedürftigkeit nur bei den Gesellschaften beobachtet haben, bei denen sich die Sanierungsbedürftigkeit schleichend entwickelt hat (auslaufender Kredit- oder Mietvertrag, ausbleibende Anschlussvermietungen, sich aufbauender Instandhaltungsstau etc.). Gesellschaften, die durch ein Ad-hoc-Ereignis (z. B. plötzliche und unerwartete Insolvenz des Hauptmieters, plötzlich auftretende Bauschäden etc.) in die Sanierungsbedürftigkeit gelangt waren, erkannten die Sanierungsbedürftigkeit oft zu spät.¹⁰⁹⁴ Ergänzend dazu wurde angegeben, dass stark von den agierenden Persönlichkeiten abhängig war, ob die Sanierungsbedürftigkeit rechtzeitig erkannt bzw. rechtzeitig gehandelt wurde.¹⁰⁹⁵ Wenn den Initiatoren nahestehende Unternehmen mit der Fondsverwaltung/Geschäftsführung beauftragt waren, kam es eher vor, dass die Kommunikation einer Krise – um den laufenden Vertrieb nicht mit negativen Schlagzeilen zu belasten – recht spät erfolgte.¹⁰⁹⁶ Gleichwohl gaben Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019) an, dass die Kommunikation noch rechtzeitig genug erfolgte, um Handlungsalternativen zu erarbeiten und diese gemeinsam mit Banken und Gesellschaftern umzusetzen.

¹⁰⁹¹ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 02 (12.09.2019). Zu den kurzfristigen Sanierungsbausteinen zur Vermeidung einer Insolvenzantragspflicht vgl. auch Kapitel 6.5 bis 6.7.

¹⁰⁹² Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁹³ Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹⁰⁹⁴ Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹⁰⁹⁵ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁹⁶ Experte Nr. 09 (12.11.2019).

Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019) gaben an, hierzu keine eindeutige Aussage treffen zu können.¹⁰⁹⁷ Experte Nr. 05 (02.10.2019) konkretisierte seine Aussage dahingehend, dass von professionell agierenden Geschäftsbesorgern und Initiatoren eine Sanierungsbedürftigkeit eher erkannt wurde, als dies bei Gesellschaften der Fall war, die sich mit einem weniger professionellen Management auseinander setzen mussten.

Frage 16: *Wurden ein Beratungsunternehmen / auf die Sanierung spezialisierte Anwälte zur Hilfe gerufen und wenn ja, auf wessen Veranlassung und zu welchem Zeitpunkt ist dies geschehen? War die Unterstützung der Experten hilfreich und rückblickend notwendig?*

Sanierungsberater wurden grundsätzlich an der Erstellung und Umsetzung des Sanierungskonzeptes beteiligt. Die Hilfe von Sanierungsexperten war notwendig und hilfreich. Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019) gaben an, dass der Sanierungsexperte ein wesentlicher Baustein eines Sanierungskonzeptes sei und der Sanierungsberater vor dem Hintergrund einer solchen Ausnahmesituation mit seinem Verhandlungsgeschick und seinem Spezialwissen unabdingbar sei; die ordinäre Geschäftsführung bzw. der Geschäftsbesorger die Sanierung allein gar nicht leisten konnten, da es ihnen an entsprechendem Know-how (einem Mix aus wirtschaftlichen Betrachtungsweisen, Kenntnis der rechtlichen Gegebenheiten sowie Kommunikation und Menschenführung) mangelte.¹⁰⁹⁸ Des Weiteren wurde angegeben, dass das Vertrauen in die agierenden Akteure zumeist nicht mehr vorhanden war und auch aufgrund dessen die Beteiligung eines Sanierungsberaters geboten war.¹⁰⁹⁹

Experte Nr. 03 (13.09.2019) grenzte seine Aussage dahingehend ein, dass nur dann Sanierungsberater beauftragt wurden, wenn die Sanierungsfälle sich als besonders schwierig erwiesen.

¹⁰⁹⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹⁰⁹⁸ Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹⁰⁹⁹ Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

Frage 17: Der Sanierungsfall ist eingetreten, schnelles Handeln ist geboten. Wurden die mit der Sanierung betrauten Personen mit entsprechenden (vollumfänglichen) Handlungsbefugnissen ausgestattet und wurden die getroffenen Entscheidungen konsequent umgesetzt?

Üblicherweise wurden die handelnden Personen mit den entsprechenden Handlungsvollmachten ausgestattet und (auf der Gesellschafterversammlung) getroffene Entscheidungen im Rahmen der Sanierung konsequent und zielstrebig umgesetzt. Dies war insbesondere dann der Fall, wenn die Geschäftsführung die Rückendeckung des Beirates hatte,¹¹⁰⁰ Gesellschafter und Geschäftsführung in kooperativer Weise zusammenarbeiteten und/oder die Mehrheit der Gesellschafter von einem nachhaltigen Sanierungskonzept überzeugt werden konnten.¹¹⁰¹ Entsprechende Entscheidungen wurden insbesondere dann schnell und konsequent umgesetzt, wenn durch die Gesellschafterversammlung der Geschäftsbesorger (gegen einen Sanierungsberater) ausgetauscht worden war.¹¹⁰² Ergänzend dazu wurde angegeben, dass eine Sanierung immer nur dann erfolgreich sein kann, wenn die agierenden Organe die Sanierung ebenfalls mittragen. Ohne Mitarbeit der amtierenden Geschäftsleitung, des Fondsmanagers oder des Beirates, kann eine Sanierung nicht erfolgreich und effizient umgesetzt werden.

Mit Blick auf die Gesellschafterversammlung wurden die entsprechenden Beschlüsse in der Regel weit genug gefasst, sodass die handelnden Personen mit allen nötigen Befugnissen¹¹⁰³ sowie grundsätzlich mit den entsprechenden Vollmachten ausgestattet werden konnten. Wenn die Vollmachten nicht vorlagen oder den verhandelten Sanierungsfall nicht umfassten, kam es aufgrund der Notwendigkeit von Gesellschafterversammlungen zu zeitlichen Engpässen.¹¹⁰⁴ Einzuhaltende Fristen reichten mitunter nicht aus, um Einladungsfristen einzuhalten, die Versammlung zu organisieren und diverse Rückfragen zu beantworten.

Ein Teil der Experten konnte zur gestellten Frage keine eindeutigen Aussagen treffen, bejahte aber grundsätzlich, dass im Sanierungsfall die Entscheidungsfindung und die

¹¹⁰⁰ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹⁰¹ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹⁰² Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹⁰³ Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹¹⁰⁴ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

Handlungsspielräume so gestaltet werden müssen, dass kurzfristige und zielorientierte Entscheidungen getroffen werden können.¹¹⁰⁵

Frage 18: Wann war die Sanierungsbereitschaft der Beteiligten besonders hoch und mit welchem Ziel (Erreichungsgrad) wurde eine Sanierungsbereitschaft in Aussicht gestellt? Was sind ergo die Kriterien, nach denen sich beurteilen lässt, dass eine Sanierung gelingen kann?

Die Antworten auf Frage 18 zeigen, ähnlich wie die Antworten auf die Fragen 4 bis 17, dass überwiegend finanzwirtschaftliche Aspekte zu einer erhöhten Sanierungsbereitschaft geführt haben. Die Experten 1 bis 6 gaben an,¹¹⁰⁶ dass eine erhöhte Sanierungsbereitschaft immer dann gegeben ist, wenn mittels eines transparenten und schlüssigen Sanierungskonzeptes dargestellt werden kann, dass Aussicht auf Erfolg besteht. Der Erfahrung der Experten nach muss für den Gesellschafter aus dem Sanierungskonzept ersichtlich werden, dass das zusätzlich geleistete Kapital (inkl. erwirtschafteter Zinsen) nach erfolgreicher Umsetzung wieder zurückgeführt werden kann.¹¹⁰⁷ Gleiches gilt für finanzierende Banken. Hier wurde angegeben, dass immer dann Sanierungsbeiträge geleistet wurden, wenn die ausgereichte Finanzierung nicht mehr ausreichend durch den Immobilienwert gedeckt und Verluste im Rahmen einer Liquidation zu erwarten waren,¹¹⁰⁸ aber damit gerechnet werden konnte, dass eine Sanierung aller Wahrscheinlichkeit nach die Werthaltigkeit des verbleibenden Kreditarrangements erhalten oder gar zu einer zukünftigen erhöhten Werthaltigkeit, also einem Abbau des Verlustanteiles, führen würde.

Besonders einfach konnte von einer Sanierung überzeugt werden, wenn eine finanzwirtschaftliche Win-win-Situation, also eine Beteiligung von Gläubigern und Gesellschaftern gleichermaßen, in Aussicht gestellt werden konnte.¹¹⁰⁹ Jeweils zwei der Befragten gaben an,

¹¹⁰⁵ Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019)

¹¹⁰⁶ Im Rahmen der ersten sechs geführten Interviews stellte sich heraus, dass Frage Nr. 18 zumeist fehlinterpretiert wurde. Der Interviewende musste hier regelmäßig die Fragestellung erläutern und korrigierend in die Antworten der Experten eingreifen. Da die hier gemachten Antworten sich mit den Antworten zu Frage Nr. 4 bis 17 überschneiden, wurde bei den Interviews 7 bis 9 auf diese Frage verzichtet.

¹¹⁰⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019).

¹¹⁰⁸ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹⁰⁹ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

dass die Abwendung von Image- und Reputationsschäden gerade für Banken und Initiatoren das ausschlaggebende Argument gewesen sei¹¹¹⁰ und insbesondere dann mit einer erhöhten Sanierungsbereitschaft gerechnet werden konnte, wenn der finanzielle Aufwand der Sanierung überschaubar war und die gerichtliche Inanspruchnahme z. B. aller Wahrscheinlichkeit nach höhere Kosten und einen großen zeitlichen Aufwand bedeutet hätte.¹¹¹¹

Neben den finanzwirtschaftlichen Aspekten wurden juristische Gründe angeführt. Mit einer erhöhte Sanierungsbereitschaft konnte gerechnet werden, wenn Haftungsfragen ungeklärt waren, das Risiko einer juristischen Auseinandersetzung nicht abgeschätzt werden konnte oder eine juristische Inanspruchnahme der Sanierungsunwilligen sehr wahrscheinlich war.¹¹¹²

Frage 19: Sind die Beteiligten von der Sanierung ihrer Gesellschaften nach wie vor überzeugt und haben die ausgewählten Maßnahmen nachhaltig dazu beigetragen, dass die Sanierung erfolgreich war?

Die an der Sanierung Beteiligten sind nach wie vor von der Sanierung der Immobilienfondsgesellschaft überzeugt. Die eingeleiteten Maßnahmen trugen nach Auskunft der Befragten in den meisten Fällen dazu bei, dass das Asset wieder werthaltig gemacht werden konnte und eine Liquidation oder Insolvenz erfolgreich abgewendet wurden. Die Aussage wurde dahingehend konkretisiert, dass sich der Erfolg einer Sanierung spätestens im Rahmen eines Exits darstellt.¹¹¹³ Hier konnten in der Regel Veräußerungserlöse generiert werden, welche die Restverbindlichkeiten der Fondsgesellschaft überstiegen. Mit den die Verbindlichkeiten überschießenden Verkaufserlösen konnten sodann zunächst die sanierungswilligen Gesellschafter bedient und deren Sanierungsbeiträge inkl. entsprechender Verzinsung zurückgezahlt werden. Im Anschluss daran wurde, sofern noch Veräußerungserlöse vorhanden waren, die ursprüngliche Beteiligungsquote bedient.

Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019) sagten aus, nicht genau angeben zu können, wie viele Sanierungen erfolgreich waren. Nach Meinung beider Experten waren

¹¹¹⁰ Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹¹¹¹ Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹¹¹² Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 05 (02.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹¹¹³ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

mindestens 50 % der Sanierungen erfolgreich. Es wurde angemerkt, dass bereits die Vermeidung einer Liquidation eine erfolgreiche Sanierung sei, auch wenn hierbei keine überproportionalen Erträge an die die Sanierung begleitenden Akteure ausgeschüttet werden können.¹¹¹⁴

Frage 20: Welche allgemeinen Erkenntnisse bezüglich erfolgversprechender Gegenmaßnahmen können aus den Ihnen bekannten Einzelbeispielen gewonnen werden?

Hinsichtlich der Frage, welche allgemeinen Erkenntnisse für die erfolgreiche Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds entscheidend sind, taten sich die Befragten mit eindeutigen Aussagen schwer. Allgemein gültige Aussagen konnten nicht getroffen werden.¹¹¹⁵ Dies wurde dahingehend konkretisiert, dass es keine Standardbausteine gibt, die universal anwendbar sind. Jede Sanierung sei individuell zu betrachten und Lösungsansätze seien in Abstimmung miteinander zu erarbeiten.¹¹¹⁶ Wiederholt wurde angegeben, dass ein schlüssiges, transparentes Sanierungskonzept in Verbindung mit einer offenen und zielgerichteten Kommunikation der Schlüssel zum Erfolg ist.¹¹¹⁷ Des Weiteren wurde angegeben, dass eine Sanierung desto erfolgreicher war, je früher eine Sanierungsbedürftigkeit erkannt und entsprechende Maßnahmen eingeleitet wurden.¹¹¹⁸ Neben dem Sanierungskonzept wurde auch bei der Beantwortung dieser Frage die (frühzeitige) Einbindung spezialisierter Sanierungsberater (aber auch die Einbindung der agierenden Organe und der finanzierenden Bank) als ein Schlüssel zum Erfolg genannt.¹¹¹⁹

¹¹¹⁴ Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹¹¹⁵ Die Aussage deckt sich mit den Antworten zu den Fragen Nr. 9, 10 und 13.

¹¹¹⁶ Experte Nr. 03 (13.09.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019), Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹¹¹⁷ Für Experte Nr. 08 (12.11.2019), und Experte Nr. 09 (12.11.2019) wurden die Antworten aus bereits gegebenen Antworten interpoliert.

¹¹¹⁸ Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹¹¹⁹ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019), Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019) Die Experten gaben an, dass das Einbinden von Sanierungsberatern mitunter als Schlüsselbaustein gesehen wurde. Die Aussage wurde dahingehend konkretisiert, dass eine frühzeitige Einbindung dieser noch besser sei.

Frage 21: Welche Maßnahmen haben im Wesentlichen dazu beigetragen, dass sich ein Sanierungserfolg eingestellt hat?

Mit Hilfe der Frage 21 sollte eruiert werden, welche Maßnahmen im Wesentlichen dazu beigetragen haben, dass sich ein Sanierungserfolg eingestellt hat. Die Antworten waren so unterschiedlich, dass keine Ankerbeispiele formuliert werden konnten.

Es wurde angegeben, dass die Schaffung und Vermittlung einer Win-win-Situation für alle Beteiligten der Schlüssel zum Erfolg waren.¹¹²⁰ Sofern Sanierungserfolge erzielt wurden, wurden diese nicht vorrangig an die Gläubiger ausgekehrt, sondern quotal zwischen den (sanierungswilligen) Eigen- und Fremdkapitalgebern verteilt. Die Eigenkapitalgeber werteten es dann bereits als Sanierungserfolg, wenn sich durch eine Sanierung ihr Risiko einer wirtschaftlichen oder juristischen Inanspruchnahme deutlich verringerte bzw. die Inanspruchnahme auf ein Minimum reduziert werden konnte.¹¹²¹

Eine Sanierung konnte oftmals dann erfolgreich umgesetzt werden, wenn in die Finanzierungsstruktur der Gesellschaft korrigierend eingegriffen wurde. Hier wurden die Mittel des Forderungsverzichtes (mit Besserungsschein) und die Restrukturierung der Finanzierungsstruktur in Verbindung mit einer Neuverhandlung der Sanierungskonditionen genannt.¹¹²² Dabei verzichtet der Fremdkapitalgeber in der Höhe auf das ausgegebene Darlehen, in der er es im Zerschlagungsfall abschreiben müsste. Mit Vereinbarung eines Besserungsscheines kann der Darlehensgeber an zukünftigen Erfolgen partizipieren. Durch Sanierungskonditionen gelang es, die laufenden Belastungen der finanziellen Situation der Gesellschaft anzupassen. Durch die asynchrone Verschiebung von Sanierungszins und erhöhter Tilgungsleistung wurde eine zügigere Entschuldung ermöglicht.¹¹²³

¹¹²⁰ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹¹²¹ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019). Im Rahmen der zusammenfassenden Inhaltsanalyse muss allerdings davon ausgegangen werden, dass die beiden zuvor Zitierten die gestellte Frage fehlerhaft interpretiert haben, da die gegebenen Antworten nicht zur Fragestellung passen, sondern sich vielmehr darauf beziehen, „wann eine Sanierung erfolgreich war“ (was aus Sicht der Experten dann der Fall war, wenn eine minimale Inanspruchnahme der Beteiligten erwirkt werden konnte).

¹¹²² Experte Nr. 03 (13.09.2019); Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹²³ Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

Ein Experte gab an, dass sämtliche Maßnahmen erfolgversprechend waren, die dazu beitragen, zunächst das Fremdkapital der Gesellschaft wieder werthaltig zu machen. Diese Aussage deckt sich mit den zuvor dargestellten Aussagen und den Antworten zu Frage 6, denen zufolge es sich bei einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds um ein unternehmerisches Risiko handelt und im schlechtesten Fall das eingesetzte Eigenkapital aufgezehrt wird. Ein Experte äußerte sich zu der gestellten Frage nicht; ein anderer gab an, dass eine professionelle Kommunikation ausschlaggebend für eine erfolgreiche Sanierung ist.

Frage 22: *Gehen die an der Sanierung Beteiligten davon aus, dass das seinerzeit getätigte Investment durch die Sanierung wieder werthaltig wird, und rechnen diese mit einem Liquidationserlös, der den Liquidationserlös vor der Sanierung übersteigt?*

Sämtliche befragten Experten gehen davon aus, dass die Sanierung einer Gesellschaft eine wesentliche Verbesserung der Ist-Situation herbeiführt.¹¹²⁴ Neben der Reduktion einer möglicherweise vorhandenen Haftung der Gesellschafter gegenüber den Gläubigern rechneten die Beteiligten meist mit einem gesteigerten Liquidationserlös; gingen also davon aus, dass sie finanziell besser gestellt sein würden, als wenn keine Sanierung durchgeführt würde.

Frage 23: *Wurde eine Beteiligung des Initiators an der Sanierung erreicht und wenn ja, war dies hilfreich und mit welchen Sanierungsbausteinen hat er sich an der Sanierung beteiligt?*

Alle Experten gaben an, dass eine Beteiligung des Initiators nur in seltenen Fällen zu beobachten war. Dies wurde damit begründet, dass die damaligen Initiatoren heute überwiegend nicht mehr am Markt tätig sind.¹¹²⁵

Es konnte immer dann mit einem Sanierungsbeitrag des Initiators gerechnet werden, wenn dieser noch als Dienstleister für die Fondsgesellschaft (z. B. als Treuhänder oder Geschäftsbesorger) tätig war und entsprechende Vermögensgegenstände vorhanden waren. Gängigster

¹¹²⁴ Dies deckt sich auch mit den Antworten auf Frage Nr. 14. Hier gaben die Experten an, dass die Fondsgesellschaften i. d. R. freiwillig saniert wurden. Von Insolvenzen und einer sich möglicherweise daran anschließenden Verwertung der Immobilien wurde nicht berichtet.

¹¹²⁵ Experte Nr. 05 (02.10.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

Sanierungsbeitrag war hier die Anpassung oder ggf. Rückerstattung laufender Gebühren. Erhöhte Sanierungsbeteiligung seitens der Initiatoren konnte erwartet werden, wenn diese im Fall, dass sie die Sanierung nicht begleiteten, mit einem zu großen Reputations- und Imageschaden rechnen mussten.

Nur in selten haben die Experten beobachtet, dass ein Initiator ein Darlehen zur Sanierung der Fondsgesellschaft ausgegeben hat.¹¹²⁶

8.3.4. Sonstiges, Ergänzungen und Feedback

Zum Schluss des Interviews wurden allgemeinere Fragen, z. B. hinsichtlich der zukünftigen, volkswirtschaftlichen Bedeutung geschlossener Immobilienfonds und der Bedeutung von Kommunikation im Rahmen einer Sanierung, gestellt. Des Weiteren wurden die Beteiligten nach einem „Rat“ für die an der Sanierung Beteiligten gebeten. Abschließend wurde den Befragten die Möglichkeit gegeben, sich zu weiteren, bislang nicht angesprochenen Aspekten zu äußern.

Frage 24: *Wenn Sie den an der Sanierung Beteiligten einen Rat mitgeben dürften, wie würde dieser lauten?*

Die Antworten auf diese Frage waren sehr vielfältig. Da eine Kategorisierung der Antworten kaum möglich war, wurde auf die Darstellung in tabellarischer Form wie bei den vorangegangenen Fragen verzichtet.

Vielfach gaben die Befragten kaufmännische Ratschläge und richteten sich damit vor allem an die Anleger. Dabei wurde mehrfach angemerkt, dass solche Produkte zukünftig mit höheren Risikoaufschlägen und einem wesentlichen Fokus auf die zukünftige Marktentwicklung aufgelegt werden sollten.¹¹²⁷ Die im Businessplan getroffenen Annahmen seien stets zu hinterfragen, insbesondere im aktuellen Marktumfeld. Es sollten Risikopositionen gebildet und im Businessplan der Fondsgesellschaft entsprechend dargestellt werden.¹¹²⁸ Ergänzend wurde angemerkt, dass neben den Angaben im Businessplan ein besonderes Augenmerk auf die

¹¹²⁶ Experte Nr. 02 (12.09.2019).

¹¹²⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹¹²⁸ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

agierenden Personen und ihre Eignung gelegt werden solle; zu oft würden Qualität und Qualifikation von Asset-Manager, Property Manager und Fondsmanagement von den Anlegern nicht geprüft.¹¹²⁹ Im gewerblichen Bereich bedienen sich die Fondsiniiatoren üblicherweise einem Ankermieter. Der zugehörige Mietvertrag sei zu prüfen und zu bewerten; rechtzeitig vor Auslaufen des Vertrages sei hier im Rahmen der Verwaltung darauf zu achten, wie mit dem Vertrag umgegangen wird.¹¹³⁰

Des Weiteren empfahlen die Experten, zukünftig nicht mehr in politisch motivierte und entsprechend subventionierte Strukturen zu investieren.¹¹³¹ Gleichwohl wurde darauf hingewiesen, dass die „*Gier des Menschen meist größer ist als sein Verstand*“, die Misere in der Vergangenheit bereits mehrfach wiederholt haben (Bauherrenmodelle, Erwerbermodelle, geschlossene Immobilienfonds) und die Investoren keine entsprechenden Schlüsse daraus gezogen haben.¹¹³²

Sofern die Sanierungsbedürftigkeit bereits eingetreten ist, wird von den Experten empfohlen, von vorneherein eine transparente, klare und eindeutige Linie zu verfolgen, Entscheidungen rein rational zu treffen und Emotionen nach Möglichkeit auszublenden. Ebenso klar sollte die Kommunikation sein. Eine bruchstückhafte Informationspolitik sollte vermieden werden, denn üblicherweise kommen alle relevanten Informationen letztlich ans Licht, sodass durch eine zurückhaltende Informationspolitik lediglich kostbare Zeit vergeudet wird.¹¹³³ Eine frühzeitige Handlungsbereitschaft und die Bereitschaft zu konstruktiver und vertrauensvoller Zusammenarbeit sind ebenfalls wesentliche Erfolgsfaktoren.¹¹³⁴ Auch sind rechtzeitig fachkundige Sanierungsberater einzusetzen.¹¹³⁵ Nur Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) gab die Empfehlung ab, die Beteiligung so schnell wie möglich abzustoßen und sich den Sanierungsbemühungen nach Möglichkeit zu entziehen. Sollten aber eine Rückabwicklung, ein Widerruf der Beitrittserklärung oder eine gewinnbringende Veräußerung nicht möglich sein, ist für die

¹¹²⁹ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹³⁰ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹³¹ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹³² Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 02 (12.09.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹³³ Experte Nr. 05 (02.10.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹³⁴ Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹³⁵ Experte Nr. 09 (12.11.2019).

dann unvermeidliche Sanierung rationales Verhalten aller Beteiligten ein wesentlicher Erfolgsfaktor.¹¹³⁶

Frage 25: *Gehen Sie davon aus, dass sich die beteiligten Gesellschafter im Klaren darüber waren, was genau gezeichnet wurde und wie das Produkt tatsächlich funktioniert?*

Die Experten geben an, dass die Anleger üblicherweise nicht wussten, in was für ein Anlageprodukt investiert wurde. Vor dem Hintergrund dessen, dass die Anleger die Fondsprospekte überwiegend nicht gelesen und die dort getroffenen Annahmen nicht hinterfragt hatten,¹¹³⁷ wurde die Ansicht geäußert, dass ein nicht versierter Anleger gar nicht die Fähigkeit besitze, die verschiedenen wirtschaftlichen, steuerlichen und juristischen Facetten eines geschlossenen Immobilienfonds zu verstehen und in Einklang zu bringen.¹¹³⁸ Die Anleger hätten im Rahmen der Zeichnung auf die Expertise der Vertreibenden vertraut und die Produkte überwiegend „blind“ gezeichnet.¹¹³⁹

Frage 26: *Wurde kommuniziert?*

Frage 26 wurde bewusst sehr weit und offen gestellt. Die Befragten sollten so ermutigt werden, die Kommunikationsprozesse der ihnen bekannten Sanierungsfälle zu vergegenwärtigen und kritisch beleuchten, ob eine (ausreichende) Kommunikation stattgefunden hat.

Es wurde grundsätzlich bejaht, dass in der Krise aktiv kommuniziert wurde; es wurde eine vollumfängliche, transparente und offene Kommunikationspolitik betrieben. Die Aussage wurde dahingehend präzisiert, dass sich Kommunikation in der Krise als ein wesentlicher Baustein für eine erfolgreiche Sanierung erwiesen hat. Informationen zurückzuhalten, wirkte sich oftmals schädlich aus.¹¹⁴⁰ In einigen Fällen wurde zwar kommuniziert, der Informationsgehalt, die Informationstiefe und die Häufigkeit der Kommunikation hätten jedoch deutlich höher sein

¹¹³⁶ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹¹³⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹¹³⁸ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹¹³⁹ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹¹⁴⁰ Experte Nr. 06 (02.10.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

können.¹¹⁴¹ Außerdem wurde angegeben, dass die erteilten Informationen teilweise nicht vollumfänglich waren und (bewusst) intransparent dargestellt wurden.¹¹⁴² Von einem Experten wurde kritisiert, dass die Gesellschafter vor vollendete Tatsachen gestellt wurden, indem ihnen fertige Sanierungskonzepte präsentiert wurden, die sie akzeptieren mussten.¹¹⁴³ Form und Qualität der Kommunikation hängen stark von der Persönlichkeit der Akteure ab.¹¹⁴⁴

Nur Experte Nr. 03 (13.09.2019) gab auf die Frage eine verneinende Antwort und begründet diese damit, dass ein unprofessioneller Anleger nicht die fachlichen Kenntnisse und Kompetenzen besitzt, um die Zusammenhänge adäquat zu erfassen. Im Rahmen der Krisenkommunikation wurde deshalb lediglich informiert; Umfang und Inhalt der Kommunikation seien in diesem Fall kritisch zu hinterfragen.¹¹⁴⁵

Frage 27: Halten Sie geschlossene Immobilienfonds für einen wichtigen Baustein im Feld der indirekten Immobilienanlagen?

Die deutliche Mehrheit der befragten Teilnehmer hält das Produkt des geschlossene Immobilienfonds weiterhin für einen wichtigen Baustein innerhalb der indirekten Immobilienanlagen. Die Teilnehmer begründeten ihre Antworten unter anderem damit, dass mittels geschlossener Immobilienfonds die Losgröße, das notwendige Wissen, die Managementintensität usw. erheblich transformiert werden können.¹¹⁴⁶ Entscheidend hierbei ist, dass die Konzepte von seriösen Anbietern auf den Markt gebracht werden, die unterstellten Businesspläne gut durchdacht und konzipiert sind und entsprechende Risikopositionen enthalten.¹¹⁴⁷ Ergänzend wurde angemerkt, dass der Anteil der weichen Kosten niedrig sein muss, sodass ein wesentlicher Anteil des investierten Eigenkapitals zum Arbeiten gebracht werden kann.¹¹⁴⁸ Einer der Befragten schränkte seine Aussage insoweit ein, als er das Produkt des geschlossenen

¹¹⁴¹ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹⁴² Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹⁴³ Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹¹⁴⁴ Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹¹⁴⁵ Experte Nr. 03 (13.09.2019).

¹¹⁴⁶ Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹¹⁴⁷ Experte Nr. 05 (02.10.2019).

¹¹⁴⁸ Experte Nr. 05 (02.10.2019). Experte Nr. 08 (12.11.2019) gab dazu an, dass die Vertriebsform des geschlossenen Immobilienfonds in seiner heutigen Form zu teuer sei.

Immobilienfonds nur als für institutionelle Investoren, nicht aber für Kleinanleger geeignet ansah.¹¹⁴⁹ Einer der Experten gab an, dass aus seiner Sicht geschlossene Immobilienfonds zu einer der wichtigsten Anlageklassen innerhalb der indirekten Immobilienanlagen gehören; lange Haltedauern tragen zu einer langfristigen, stabilen Marktumgebung bei und sind von (kurzfristigen) Marktverwerfungen nicht betroffen.¹¹⁵⁰ Ob und inwieweit die aktuellen Regulierungen Erfolg haben werden, bleibt aber abzuwarten.¹¹⁵¹

Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 02 (12.09.2019) sehen das Produkt des geschlossenen Immobilienfonds als überholt und vor allem für den (Privat-)Anleger als überflüssig an. Diese Antworten wurden nicht begründet.

Frage 28: Was möchten Sie noch anmerken?

Um den Befragten die Möglichkeit zu geben, Ergänzungen und Feedback zu geben, wurde das Interview mit der Frage „Was möchten Sie noch anmerken?“ abgeschlossen. Fast alle Befragten haben mit „keine weiteren Anmerkungen“ geantwortet. Zwei der Befragten stellten die Frage in den Raum, ob der (Privat-)Anleger wirklich so schützenswert sei, dass es die neuen Regulierungen nach dem KAGB rechtfertigt.¹¹⁵² Die Experten gaben dabei an, dass „die Dummheit der Menschheit unendlich sei“ und die Vergangenheit gezeigt habe, dass ein und dieselben Fehler regelmäßig wieder gemacht werden.¹¹⁵³ Da dies aber nicht Gegenstand dieser Arbeit ist, wird dieser Ansicht keine weitere Bedeutung zugemessen. Zwei Experten unterstrichen ihre Aussagen noch mit dem Hinweis, dass alle notwendigen Fragen gestellt wurden.¹¹⁵⁴ Einer der Experten merkte an, dass aus seiner Sicht ein Wettbewerbseingriff durch die Politik stets

¹¹⁴⁹ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019).

¹¹⁵⁰ Experte Nr. 06 (02.10.2019).

¹¹⁵¹ Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹¹⁵² Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹¹⁵³ Experte Nr. 03 (13.09.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019). Hierbei spielten die Experten darauf an, dass die Anleger sich in der Vergangenheit immer wieder von scheinbar seriösen Anlageprodukten wie Bauherrenmodellen, Erwerbermodellen, geschlossenen Immobilienfonds, geschlossenen Schiffsfonds, hochverzinslichen (Immobilien-)Anleihen etc. haben überzeugen lassen.

¹¹⁵⁴ Experte Nr. 05 (02.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

schädlich sei. Bei einem Eingriff mit Subventionen z. B. über Steuervergünstigungen tritt die Wirtschaftlichkeit eines Anlageproduktes in den Hintergrund.¹¹⁵⁵

8.4. Beantwortung von Forschungsfragen

Anhand der sowohl theoretisch als auch empirisch gewonnenen Erkenntnisse sind die eingangs in Kapitel 1.4 aufgeführten Forschungsfragen zu interpretieren und zu beantworten. Die Forschungsfragen lassen sich vier Themenkategorien zuordnen:

1. Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Immobilienfonds,
2. Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen,
3. praktischer Sanierungsansatz und -prozess,
4. Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive.

Soweit die Forschungsfragen im empirischen Teil dieser Arbeit zu beantworten waren, wurden sie nahezu inhaltsgleich in die Fragen des Interviewleitfadens überführt. Die auf Basis des entwickelten Interviewleitfadens empirisch gewonnenen Erkenntnisse können ausführlicher dem Kapitel 8.3 entnommen werden. Die übrigen, sich im Wesentlichen auf die Theorie beziehenden Forschungsfragen sind in den Kapiteln 2, 0 und 6 behandelt.¹¹⁵⁶

8.4.1. Volkswirtschaftliche Bedeutung geschlossener Immobilienfonds

Eingeleitet wird diese empirische Untersuchung mit der Forschungsfrage, *welche Bedeutung die indirekte Immobilienanlage, insbesondere der geschlossene Immobilienfonds, in der deutschen Volkswirtschaft aus historischer Sicht hat.*¹¹⁵⁷ Die im Rahmen dieser Frage gewonnenen Erkenntnisse bilden das Fundament der vorliegenden Arbeit.

¹¹⁵⁵ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹¹⁵⁶ Die Rückanbindung an die Theorie betrifft im Wesentlichen die Forschungsfragen Nr. 1, 2 und 5.

¹¹⁵⁷ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 1 lautet: „Zur indirekten Immobilienanlage in Deutschland in der Retrospektive: Welche Bedeutung hat die indirekte Immobilienanlage, insbesondere der geschlossene Immobilienfonds, in der deutschen Volkswirtschaft aus historischer Sicht?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

Immobilien und Immobilienanlageprodukte spielen nicht nur in der deutschen Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle, sie gehören weltweit zu den Anlageschwerpunkten institutioneller und privater Anleger.¹¹⁵⁸

Mit einem Marktvolumen von rd. 195,6 Mrd. EUR im Jahr 2018 besaßen und besitzen indirekte Immobilienanlagen eine große Bedeutung für die deutsche Volkswirtschaft. Innerhalb der indirekten Immobilienanlagen waren bis zu den Krisenjahren 2008/2009 und spätestens bis zur Einführung der AIFM-Richtlinie und ihrer Umsetzung in deutsches Recht der offene und der geschlossene Immobilienfonds die wohl etabliertesten Anlageformen. Auf beide Anlageprodukte zusammen entfiel der überwiegende Teil der in Deutschland getätigten indirekten Immobilieninvestments. Das Anlagevolumen offener Immobilienfonds ist in den letzten Jahrzehnten stetig angewachsen und stellt heute mit einem Volumen von rd. 98 Mrd. EUR die größte Anlageklasse im Bereich der indirekten Immobilienanlagen dar.¹¹⁵⁹

Vor dem Hintergrund des Grauen Kapitalmarktes und des Mangels an Regulierung und Publikationsverpflichtungen ist eine historische Aufarbeitung der Entwicklung von platziertem Eigenkapital und Fondsvolumen nur begrenzt möglich, denn etliche Marktteilnehmer haben seinerzeit darauf verzichtet, vollumfänglich Performancedaten zu erheben und zu veröffentlichen. Soweit sich Marktteilnehmer zusammengeschlossen hatten und Daten erhoben wurden, konnte für 2013 – vor Umsetzung der AIFM-Richtlinie – ein Fondsvolumen von rd. 46 Mrd. EUR ermittelt werden. Geschlossene Immobilienfonds, auf welche die Regularien des KAGB Anwendung finden, vereinen heute ein Fondsvolumen von rd. 23,3 Mrd. EUR auf sich.¹¹⁶⁰

¹¹⁵⁸ In Deutschland stehen den Anlegern neben dem Direktinvestment in Immobilien und grundstücksgleiche Rechte auch indirekte Immobilienanlagen wie offene und geschlossene Immobilienfonds, Immobilien-AGs sowie REITs zur Auswahl. Zu den in Deutschland zur Verfügung stehenden indirekten Immobilienanlagen vergleiche Kapitel 2.3.

¹¹⁵⁹ Zur Entwicklung indirekter Immobilienanlagen vgl. Kapitel 2.4. Die Entwicklung geschlossener Immobilienfonds im Speziellen wird in Kapitel 2.5 diskutiert.

¹¹⁶⁰ Sofern statistische Daten zur Entwicklung von Marktvolumen indirekter Immobilienanlagen verfügbar sind, sind diese in den Kapiteln 2.4, 2.5.1 und 2.5.2 dargestellt. Geschlossene Immobilienfonds waren bis zur Einführung des KAGB Teil des Grauen Kapitalmarktes. Die Marktteilnehmer haben überwiegend darauf verzichtet, Performancedaten zu veröffentlichen, sodass davon auszugehen ist, dass die Dunkelziffer der am Markt agierenden geschlossenen Immobilienfonds hoch ist. Eine Statistik über geschlossene Immobilienfonds, die vor 2013 aufgelegt wurden und auf die das KAGB keine Anwendung findet und heute noch am Markt aktiv sind, wird nicht geführt. Aufgrund der grundsätzlich langen Laufzeiten geschlossener Immobilienfonds kann aber

Den beiden Anlageinstrumenten der Immobilienaktiengesellschaft und der REIT wurde aufgrund des reinen Anlagevolumens, das sie auf sich vereinen, auf dem deutschen Immobilienmarkt bis 2010 eine eher untergeordnete Rolle zugewiesen. Insbesondere mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht, die das Investieren in offene und geschlossene Fonds stark limitiert, ist zu beobachten, dass Immobilienaktiengesellschaften einer stetig zunehmenden Marktkapitalisierung unterworfen sind. Immobilienaktiengesellschaften vereinen heute ein Marktvolumen von rd. 70 Mrd. EUR auf sich und bilden damit die zweitgrößte Anlageklasse im Bereich der indirekten Immobilienanlagen. Der REIT spielt mit einem Anlagevolumen von rd. 3,7 Mrd. EUR lediglich eine untergeordnete Rolle.

Das Volumen zu sanierender geschlossener Immobilienfonds ist enorm und beträgt nach heutigen Schätzungen immer noch mehrere hundert Mio. Euro.¹¹⁶¹ Die Dunkelziffer dürfte, vor dem Hintergrund fehlender statistischen Erhebungen, um ein Vielfaches höher sein.¹¹⁶² Das Analysehaus Deutsche Fondsresearch prognostizierte allein für 2012 bis 2015, dass jeder zehnte geschlossene Immobilienfonds sanierungsbedürftig werden würde.¹¹⁶³ Die Zeitschrift Finanztest verglich 2015 rd. 1.140 geschlossene Fonds, die 1972 bis 2015 aufgelegt wurden, und ermittelte dabei, dass rd. 57 % der geschlossenen Immobilienfonds einen vollständigen oder zumindest teilweisen Verlust des ursprünglich investierten (Eigen-)Kapitals hinnehmen mussten.¹¹⁶⁴ Vor dem Hintergrund der langen Fondslaufzeiten muss aber davon ausgegangen werden, dass viele von ihnen sich auch heute noch in der Schieflage befinden.¹¹⁶⁵

Neben dem Anlagevolumen, das sie auf sich vereinen, haben indirekte Immobilienanlagen weitere volkswirtschaftliche Funktionen.¹¹⁶⁶ Kapital steht Investoren nur begrenzt zur Verfügung. Der Erwerb von Anteilsscheinen einer indirekten Immobilienanlage ist eine Alternative

davon ausgegangen werden, dass ein überwiegender Teil des 2013 am Markt aktiven Fondsvolumens auch heute noch nicht liquidiert wurde. Zu den Regelungen, wann auf Altfonds das KAGB anzuwenden ist, vgl. Kapitel 6.1.

¹¹⁶¹ Vgl. Lorentzen (2012), S. 8; so auch Experte Nr. 11 (16.09.2019).

¹¹⁶² Experte Nr. 11 (16.09.2019).

¹¹⁶³ Vgl. Lorentzen (2012), S. 9.

¹¹⁶⁴ Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

¹¹⁶⁵ Experte Nr. 11 (16.09.2019).

¹¹⁶⁶ Zu den weiteren volkswirtschaftlichen Funktionen indirekter Immobilienanlagen siehe Kapitel 2.2. Zu den Vorteilen (und Chancen) einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds siehe Kapitel 3.5.

zu einem Direktinvestment, das immer ein Klumpenrisiko mit sich bringt. Durch den Verkauf von Unternehmensanteilen an mehrere Anleger erfolgt eine Losgrößentransformation. Dem einzelnen Gesellschafter eröffnen sich durch die wesentlich kleinere Stückelungsgröße Möglichkeiten, sich mit seinem nur begrenzt zur Verfügung stehenden Kapital und seinem meist geringen Wissen an Immobilieninvestitionen zu beteiligen, die ihm ansonsten verwehrt bleiben. Begrenztes Kapital seiner jeweils sinnvollsten Verwendung zuzuführen, ist Aufgabe der Finanzintermediäre. Diese fungieren ähnlich wie Banken oder Versicherungen als Kapitalsammelstellen. Über indirekte Anlagevehikel lassen sich Gelder bündeln und gemeinschaftlich am Markt investieren. Indirekte Immobilienanlagen bedienen dabei die Interessen des Anlage- und Finanzierungsbedarfes gleichermaßen.

Dank professioneller Verarbeitung von Informationen und Fachwissen lassen sich Synergieeffekte generieren, die Effizienz steigern und das Risiko reduzieren. Für jede Investition in ein Anlagegut ist unabdingbar, dass zum Zeitpunkt der Investition möglichst vollumfängliche Informationen und eine konkrete Bewertung des Investitionsobjektes gewährleistet werden können. Auf den Wert einer Immobilie haben unterschiedlichste externe Faktoren Einfluss.¹¹⁶⁷ Neben ihrer Bewertung sind umfangreiche und fundierte Kenntnisse in einer Vielzahl von Bereichen für die effiziente Bewirtschaftung der Immobilie und der Objektgesellschaft selbst notwendig. Dazu gehört neben volks- und betriebswirtschaftlichen Kenntnissen insbesondere auch steuerliche, rechtliche und technische Expertise. Hinzu kommt, dass bei Immobilien regional spezifische Informationen bei der Bewertung berücksichtigt werden müssen. Üblicherweise sind diverse Experten mit spezifischer Ausbildung über den gesamten Lebenszyklus des Assets hinweg beteiligt.¹¹⁶⁸ Wie bei anderen indirekten Immobilienanlagen auch, kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass geschlossenen Immobilienfonds spezialisierte Intermediäre den Strukturierungs-, Auswahl-, Ankaufs- und Verkaufsprozess sowie die nachgelagerte Bewirtschaftung und Instandhaltung aufgrund von Skaleneffekten und der dort

¹¹⁶⁷ Die Einflüsse auf eine Immobilie sind vielfältig: Volkswirtschaftliches Umfeld, Zinslandschaft, Prognosen, Bausubstanz, Mikro- und Makrolage, Mieterstruktur und -bonität u. v. m.

¹¹⁶⁸ Vgl. Sebastian et al. (2012), S. 7. Zu den beteiligten Experten zählen u. a. Rechtsanwälte, Steuerberater, Techniker, Asset-Manager, Property-Manager, Volkswirte, Finanzierungsexperten etc.

vorhandenen Expertise wesentlich kostengünstiger und effizienter darstellen können, als dies dem einzelnen (Direkt-)Anleger möglich wäre.¹¹⁶⁹

Mit Hilfe des Portfolioansatzes ist es möglich, diverse Einzelrisiken erheblich zu reduzieren und dabei die Rendite eines Portfolios zu erhalten. Um ein optimales Maß an Risikodiversifikation zu erhalten, ist deshalb auf die absolute Anzahl der (indirekten) Immobilieninvestments zu achten. Im Wesentlichen ist hierbei auf objektspezifische und makroökonomische Merkmale, mit denen ein Portfolio an (indirekten) Immobilieninvestments nach Nutzungsarten, Größe, Alter und nationalen bzw. regionalen Lagen diversifiziert werden kann, zu achten. Da die verschiedenen Anlagevehikel hinsichtlich zeitlicher Ereignisse und Anlagevolumen überwiegend nicht gleichlaufend agieren, können sie stabilisierend auf den Immobilienmarkt wirken. Vermehrte Verkäufe eines indirekten Anlagegutes können „*zumindest teilweise durch die Kaufbereitschaft eines anderen aufgefangen*“ werden. (Extreme) Marktschwankungen können dadurch abgeschwächt werden.

Geschlossene Immobilienfonds vereinen diese volkswirtschaftlichen Funktionen. Die deutliche Mehrheit der befragten Interviewteilnehmer hält geschlossene Immobilienfonds deshalb auch weiterhin für einen wichtigen Baustein innerhalb der indirekten Immobilienanlagen.¹¹⁷⁰ Neben den zuvor genannten volkswirtschaftlichen Funktionen tragen insbesondere die langen Haltedauern von geschlossenen Immobilienfonds zu einem langfristigen, stabilen Marktumfeld bei. Entscheidend ist hierbei allerdings, dass die Konzepte von seriösen Anbietern auf den Markt gebracht werden, die unterstellten Businesspläne gut durchdacht und konzipiert sind und entsprechende Risikopositionen enthalten. Der Anteil der weichen Kosten muss niedrig sein, sodass ein wesentlicher Anteil des investierten Eigenkapitals zum Arbeiten gebracht werden kann.¹¹⁷¹

¹¹⁶⁹ Grundsätzlich werden Strukturkosten in einem geschlossenen Fonds höher sein als die eines offenen Immobilienfonds, da Skaleneffekte nicht in dem Maß erzielt werden können wie bei offenen Immobilienfonds. Ein eigenständig agierender (Direkt-)Anleger verzichtet in der Regel aus Renditegesichtspunkten bzw. begrenzten Informationsverarbeitungskapazitäten auf eine Vielzahl an Informationen. Zu den Skaleneffekten von Strukturkosten vgl. Sebastian (2003), S. 13.

¹¹⁷⁰ Vgl. die Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.4, dort Frage Nr. 27.

¹¹⁷¹ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.4, dort Frage Nr. 27.

8.4.2. Krisenarten, Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen

Ausgehend von der volkswirtschaftlichen Bedeutung indirekter Immobilienanlagen und insbesondere geschlossener Immobilienfonds, sind Krisenarten sowie die Gründe für die Entstehung und Verursacher von Krisen zu identifizieren, um so nachvollziehen zu können, wie der Entstehung von Krisen geschlossener Immobilienfonds entgegengewirkt werden kann. Eingeleitet wird zunächst mit der Beantwortung der Forschungsfrage, *welche Arten von Krisen es gibt*.¹¹⁷²

Nach dem Sanierungsstandard der Wirtschaftsprüfer (IDW S 6) durchlaufen Unternehmen in einer Krise regelmäßig verschiedene Stadien.¹¹⁷³ Ab welchem Zeitpunkt aus betriebswirtschaftlicher Sicht von einer Krise zu sprechen ist, lässt sich nicht exakt bestimmen. Dies ergibt sich erst aus einer gesamtheitlichen Betrachtung der einzelnen und ggf. ineinander wirkenden Faktoren. Bei geschlossenen Immobilienfonds steht häufig die strategische Krise am Anfang. Sind die langfristig notwendigen Erfolgsfaktoren gestört oder ist die Strategie von vorherein ungünstig gewählt, ist mit einer ernsthaften Gefährdung des Erfolgspotenzials des geschlossenen Fonds zu rechnen. Mit Eintreten der strategischen Krise wird sich die Ertrags- und damit die Liquiditätssituation der Fondsgesellschaft kurz- bis mittelfristig verschlechtern. Kennzeichnend für diese Situation ist, dass die Stadien der Krise für die Beteiligten nicht sofort spürbar sind, sondern erst, wenn sie zur Erfolgskrise führen. Sinkende Umsätze aufgrund hoher Leerstandsquoten, Anschlussvermietungen unter ungünstigeren Konditionen oder auch steigende Zins- und Bewirtschaftungskosten machen die Erfolgskrise sichtbar.¹¹⁷⁴ Sinkende Cashflows und eine Abwertung des Immobilienvermögens sind die Folge, sodass die Eigenkapitalquote sinkt und der Verschuldungsgrad trotz gleichbleibenden Finanzierungsvolumens ansteigt.¹¹⁷⁵

¹¹⁷² Die vollständige Forschungsfrage Nr. 2 lautet: „Welche Arten von Krisen gibt es?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹¹⁷³ Die Entwicklung hin bis zur Insolvenz lässt sich dabei in die Stakeholder-, Strategie-, Produkt- und Absatzkrise sowie die Erfolgs- und die Liquiditätskrise unterteilen. Die genannten Stadien entwickeln sich nicht zwingend in dieser Abfolge; sie können auch parallel, singulär oder überlappend auftreten. Zur Begriffsbildung vgl. Kapitel 5.1.

¹¹⁷⁴ So auch die Antworten der befragten Experten. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 4. Mit deutlicher Mehrheit wurde hier angegeben, dass die wesentliche Ursache für eine Sanierungsbedürftigkeit in Liquiditätsengpässen lag; so auch die Antworten der befragten Experten zu Frage Nr. 5 (Kapitel 8.3.1). Hier wurde angegeben, dass die prognostizierten Mieteinnahmen – teilweise aus unterschiedlichen Gründen – nicht ausfielen, wie es in den Fondsprospekten angenommen wurde.

¹¹⁷⁵ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage 4.

Die Erfolgskrise verschlechtert nicht nur das Ergebnis der am geschlossenen Fonds Beteiligten, auch Banken und weitere Kreditgeber, die bei ihren regelmäßig durchgeführten Monitorings und der Überwachung der im Kreditvertrag festgelegten Covenants aufmerksam werden, werden alarmiert. Wird der Zeitpunkt der Erfolgskrise durch die am Fonds Beteiligten, insbesondere durch die Geschäftsleitung, nicht erkannt, so folgt auf die Erfolgskrise regelmäßig die Liquiditätskrise mit der Gefahr der (kurzfristigen) Zahlungsunfähigkeit. Nicht nur die gesetzlichen Vorschriften,¹¹⁷⁶ sondern auch die nachlassende Kreditwürdigkeit aus Sicht der Banken und Auftragnehmer zwingen die lenkenden Organe des geschlossenen Fonds kurzfristig zum Handeln.¹¹⁷⁷

Abhängig von der Betrachtungsweise der einzelnen Akteure kann von der Krise eines geschlossenen Immobilienfonds bereits dann gesprochen werden, wenn lediglich die im Verkaufsprospekt formulierten Anlageziele, also die Verzinsung des von den Gesellschaftern eingebrachten Eigenkapitals, gefährdet sind und damit die in der Prognoserechnung ausgewiesenen Renditen nicht (mehr) bzw. nur zum Teil erwirtschaftet und an die Gesellschafter ausgekehrt werden können.¹¹⁷⁸ Stellt sich die wirtschaftliche Lage so prekär dar, dass aufgrund der zuvor genannten Probleme auch die von der Objektgesellschaft eingegangenen (Darlehens-)Verpflichtungen nicht mehr erfüllt werden können, verschärft sich die Krise der Objektgesellschaft zudem.¹¹⁷⁹ Auch hinsichtlich einer Immobilienfondsgesellschaft ist die Krise ein Zustand, der bei ungehindertem Fortschreiten zwangsläufig zur Insolvenz einer Gesellschaft führt.

¹¹⁷⁶ Z. B. die Insolvenzantragspflichten nach § 15a InsO i. V. m. §§ 17 ff. InsO.

¹¹⁷⁷ Zur (drohenden) Zahlungsunfähigkeit und der Überschuldung als Hinweise auf die Sanierungsbedürftigkeit vgl. Kapitel 5.3.

¹¹⁷⁸ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn klar wird, dass eine ungünstig gelegene Immobilie erworben wurde und die erwirtschafteten Mieteinnahmen des Objektes nicht (mehr) dazu ausreichen, die erwarteten Eigenkapitalrenditen zu bedienen – kurz, wenn die im Fondsprospekt formulierten Anlageziele offensichtlich nicht mehr erreicht werden können. Im Rahmen der Experteninterviews wurden hierzu unterschiedliche Aussagen getroffen. Während Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019) aus dem „Lager“ der Anleger davon ausgehen, dass bereits dann eine Krise vorliegt, wenn die Eigenkapitalverzinsung aussetzt, hat der überwiegende Anteil der Befragten dies verneint und auf das unternehmerische Risiko und den Tatbestand der Insolvenzantragsgründe verwiesen. Bloße Abweichungen in der Prognoserechnung allein können zwar schon ein erstes Indiz für eine Krise sein, müssen aber noch nicht zwangsläufig zu einer Liquidation der Gesellschaft führen. Der überwiegende Anteil der Experten gab im Rahmen der Interviews an, dass bloße Abweichungen in der Prognoserechnung noch kein Krisenmerkmal sind. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 6.

¹¹⁷⁹ Zu den Gründen und Ursachen der Sanierungsbedürftigkeit siehe auch Kapitel 5.2 dies in Verbindung mit den in Kapitel 3.6 beschriebenen Risiken.

Die Ursachen für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds in der Praxis¹¹⁸⁰ sind komplex und vielfältig. Gleichwohl lassen sich hier zwei Hauptursachen unterscheiden. So gaben die befragten Experten an, dass eine wesentliche Ursache der Sanierungsbedürftigkeit in der Fehlentwicklung der Einnahmenseite liegt. Diese hat sich oft nicht in der Art entwickelt, wie es in den Fondsprospekten zum Zeitpunkt der Emission angenommen wurde. Ursächlich hierfür waren nach Angaben der Experten unrealistische Annahmen in den Langfristprognosen bezüglich Inflation, Nachvermietungsszenarien, Ansätze für die Instandhaltung etc.¹¹⁸¹ Verschärft wurde das Problem durch die von den Bundes- und Landesregierungen mittels (Miet-)Subventionen und Steueranreizen angeregten Fehlallokationen von Finanzströmen. Grundsätzlich kann festgestellt werden, dass die politisch motivierten Instrumente zur Lenkung von Kapitalflüssen zwar funktioniert haben, aber die in den neuen Bundesländern errichteten Immobilienprojekte überwiegend am Markt vorbei errichtet wurden.¹¹⁸² Neben der Fehlallokation von Finanzströmen und der Fehleinschätzung der Entwicklung der Einnahmenseite benannten die Interviewten weitere Ursachen für die Sanierungsbedürftigkeit, die in der Kategorie „Außergewöhnliche, nicht vorhersehbare Risiken“ zusammengefasst sind. Neben Baumängeln, Wasserschäden, der Insolvenz eines Generalunternehmers, Missmanagement und fehlender Kompetenz der agierenden Personen etc. wurde mehrfach die Veruntreuung von Anlegergeldern genannt.¹¹⁸³

Analog verhält es sich mit den Antworten der Experten auf die Forschungsfrage, *wer für die Ursachen der Schieflage verantwortlich ist*.¹¹⁸⁴ Neben der Politik wird hier die „Schuldfrage“ ebenfalls bei den Initiatoren der Fondsprodukte gesehen. Bei der Erstellung der

¹¹⁸⁰ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 3 lautet: „Was sind die Ursachen (aus der jeweiligen Sicht der Akteure) für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds in der Praxis?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹¹⁸¹ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 5. Die erwartete Marktentwicklung ist überwiegend nicht eingetreten. Nach außergewöhnlich vorteilhaften Erstvermietungen (ggf. sogar mit Ankermietern, die überwiegende Teile der Immobilien angemietet hatten) musste im Rahmen der (mitunter vorzeitigen) Anschlussvermietungen realisiert werden, dass die im Businessplan angenommenen Vermarktungszeiten und Anschlussmieten am Markt nicht zu realisieren waren. Prolongationen bestehender Mietverträge (auf dem Niveau der Erstvermietungen) ließen sich oft nicht wie im Fondsprospekt vorgesehen realisieren.

¹¹⁸² Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 5.

¹¹⁸³ Dies wurde unter anderem mit zu hohen anfänglichen Anschaffungskosten, den sogenannten Weichkosten, begründet. Daneben wurde angeführt, dass teilweise verdeckte Zahlungen an verbundene Unternehmen geleistet wurden. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 5.

¹¹⁸⁴ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 4 lautet: „Wer ist aus Sicht der Beteiligten für die Ursachen einer Schieflage verantwortlich?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

Fondsprospekte bzw. im Rahmen der Kalkulationen wurde es versäumt, Risikopositionen zu bilden oder richtig einzupreisen, bzw. es wurden – bewusst oder unbewusst – schlichtweg falsche Annahmen getroffen. Aus Sicht der Experten sind auch die Anleger für die Sanierungsbedürftigkeit geschlossener Immobilienfonds mitverantwortlich, da sie blind auf den Fondsprospekt und den Vertrieb vertraut haben, ohne dabei die Lage der Immobilie, in die sie investierten, ihre Bauqualität, die Annahmen im Businessplan bzgl. der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung etc. zu hinterfragen. Zu oft ließen sich die Anleger durch vom Steuerberater „geprüfte“ Prognoserechnungen oder die bereitwillige Finanzierung des Gesellschaftsanteiles durch die vertreibende Bank blenden. Grundsätzlich war dies nicht ursächlich für die Schiefelage geschlossener Immobilienfonds, gleichwohl war es nur aufgrund dessen möglich, solche mitunter leichtfertig zu initiieren und in einer Vielzahl am Markt zu platzieren.

8.4.3. Praktischer Sanierungsansatz und -prozess

Nachdem sowohl theoretisch als auch empirisch erarbeitet wurde, welche Krisenarten vorherrschen, wie Krisen entstehen, worin diese bestehen und wer als Verursacher für diese in Betracht kommt, gilt es, praktische Sanierungsansätze für geschlossene Immobilienfonds zu entwickeln.

Die theoretischen Möglichkeiten einer Sanierung sind umfangreich. Um den an einer Sanierung Beteiligten das weite Feld der zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteine zu erläutern, wurde die Forschungsfrage *„Welche Lösungsansätze und Methoden stehen den Beteiligten in der Praxis zur Verfügung?“* ausführlich in Kapitel 6 erörtert. Durch die Interviewfragen Nr. 9 und Nr. 13 erfolgt eine Rückanbindung an die Praxis.

Zunächst ist auf die Ziele des und die Anforderungen an Sanierungskonzepte einzugehen. Grundlage jeder positiven Fortführungsprognose ist ein in sich schlüssiges Sanierungskonzept. Das schriftlich dokumentierte Konzept soll allen an der Sanierung Beteiligten – hier allen voran den Eigen- und Fremdkapitalgebern – die Möglichkeit geben, sich umfassend darüber zu

informieren, welcher Kapitalbedarf vorliegt, welche Sanierungsbausteine umgesetzt werden können und mit welchen Chancen und Risiken die Sanierung verbunden ist.¹¹⁸⁵

Sind die Aussicht auf die Wiederherstellung der Rentabilität der Unternehmung und der entsprechende Wille der Gesellschafter vorhanden, kann eine Sanierung des sich in der Krise befindlichen Immobilienfonds in Angriff genommen werden. Es ist zwischen der freien, außergerichtlichen Sanierung und der gesetzlichen Sanierung im Rahmen eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens zu unterscheiden.

Das (Regel-)Insolvenzverfahren ist dabei grundsätzlich ein auf die Verwertung der Insolvenzmasse ausgerichtetes Verfahren. Sowohl die übertragene Sanierung als auch die Liquidation enden mit Auflösung des insolventen Rechtsträgers.¹¹⁸⁶ Mit dem Insolvenzplanverfahren nach §§ 217 ff. InsO hat der Gesetzgeber die Möglichkeit geschaffen, eine Unternehmung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens zu sanieren und eine „*einvernehmliche Bewältigung der Insolvenz im Wege von Verhandlungen und privatautonomen Austauschprozessen zu ermöglichen*“.¹¹⁸⁷ Mittels eines Insolvenzplanverfahrens wird nicht nur die Unternehmung saniert, sondern gleichzeitig auch der Unternehmensträger, also der juristische Mantel des Geschäftsbetriebes.¹¹⁸⁸

Mit dem Eintreten der gesetzlichen Insolvenzantragsgründe nach §§ 17 und 19 InsO stoßen außergerichtliche Sanierungsbemühungen an faktische, aber auch an rechtliche Grenzen.¹¹⁸⁹ Aufgrund der Vielzahl der Anleger bei geschlossenen (Immobilien-)Fonds wird es schon allein organisatorisch schwer möglich sein, innerhalb der Drei-Wochen-Frist nach § 15a Abs. 1 InsO

¹¹⁸⁵ Das Sanierungskonzept hat von den erkannten und erkennbaren tatsächlichen Gegebenheiten auszugehen, muss in sich schlüssig und nicht offensichtlich undurchführbar sein. Zu den Zielen und den Anforderungen eines Sanierungskonzeptes vgl. ausführlich Kapitel 6.2 und 6.3.

¹¹⁸⁶ Bei juristischen Personen endet das Insolvenzverfahren mit der Löschung im Handelsregister. Der Insolvenzverwalter hat das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen zu verwerten und entsprechend den gesetzlichen Vorschriften an die Gläubiger zu verteilen (§§ 187 ff. InsO). Zur gerichtlichen Sanierung vgl. Kapitel 6.4.1.

¹¹⁸⁷ Vgl. BT-Drucksache 12/2443, S. 90. Es sollen Möglichkeiten erarbeitet werden, bei denen durch Unternehmensfortführung eine bessere Befriedigung erzielt werden kann, als dies bei einem geregelten Insolvenzverfahren der Fall wäre. Möglich sind hier etwa Zahlungen aus zukünftigen Gewinnen, Ratenzahlungsvereinbarungen, Forderungsverzichte, Besserungsscheine usw. Zu den möglichen Sanierungsbausteinen vgl. auch ausführlich Kapitel 6.5 bis 6.7.

¹¹⁸⁸ Vgl. Bauer (2016), S. 746. Sofern nicht nach den Neuregelungen des ESUG, § 217 Satz 2 InsO in die Anteilseignerrechte eingegriffen wird.

¹¹⁸⁹ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 155.

ein mit den Stakeholdern abgestimmtes Sanierungskonzept zu erarbeiten und einen gültigen Gesellschafterbeschluss herbeizuführen. Nur wenn die Stakeholder eine (nahende) Krise frühzeitig erkennen, haben sie die Möglichkeit eine Sanierung der Gesellschaft ohne Mitwirkung des Gerichtes bzw. unter Einhaltung gesetzlicher Regularien zu begleiten.¹¹⁹⁰

Eine außergerichtliche Sanierung bietet sowohl für das Krisenunternehmen und seine (organisationsrechtlichen) Vertreter als auch für die Gläubiger und Anteilseigner des Unternehmens Vorteile. Hierzu zählen unter anderem Diskretion, Flexibilität, größere Effizienz, geringere Verfahrenskosten und kürzere Verfahrensdauern;¹¹⁹¹ Sanierungskonzepte können entwickelt und Sanierungsbausteine können besser aufgebaut und aufeinander abgestimmt werden. Eine außergerichtliche Sanierung ist unabhängig vom Erreichen einer bestimmten Krisensituation anwendbar und beinhaltet zumeist freie Vereinbarungen zwischen Schuldner und Gläubiger.

Sanierungen geschlossener Immobilienfonds finden überwiegend als freie Sanierung statt. Eine Sanierungsbedürftigkeit wird in der Regel rechtzeitig genug erkannt, damit Handlungsalternativen erarbeitet und umgesetzt werden können.¹¹⁹² Je früher eine Krise erkannt wird und entsprechende Maßnahmen eingeleitet werden, desto erfolgreicher stellt sich eine Sanierung dar; gleichzeitig darf angenommen werden, dass bei einem frühzeitigem Erkennen die Handlungsspielräume am größten sind.¹¹⁹³ Grundsätzlich gilt, dass die Sanierung einer Fondsgesellschaft kein standardisierter Prozess ist. Jede Sanierung bedarf eines individuell ausgearbeiteten Sanierungskonzeptes mit aufeinander abgestimmten Sanierungsbausteinen und Handlungsalternativen. Die erarbeiteten Konzepte müssen für den nicht versierten Anleger verständlich sein. Gleichzeitig müssen sie den Anforderungen von Experten genügen.¹¹⁹⁴

Sofern eine Insolvenzantragspflicht droht, werden (kurzfristige) Insolvenzantragsgründe mit Hilfe der Beteiligten vermieden, sodass ein Sanierungskonzept erarbeitet, mit den Beteiligten

¹¹⁹⁰ In diesem Fall wird von Stakeholdern – also nicht nur den Gläubigern, sondern auch der Fondsgesellschaft und den Anteilseignern – gesprochen, da unterstellt werden muss, dass bei einem außergerichtlichen Sanierungsverfahren i. d. R. ein Schuldner nur dann bereit ist, einen Sanierungsbeitrag zu leisten, wenn auch die davon Profitierenden ihren Anteil beitragen.

¹¹⁹¹ Vgl. Uhlenbruck (2016a), S. 153.; vgl. Hüttinger (2015), S. 68 ff.

¹¹⁹² Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 15.

¹¹⁹³ Vgl. hierzu Kapitel 5.3. So auch die Experten im Rahmen der Beantwortung von Frage Nr. 20 (Kapitel 8.3.3).

¹¹⁹⁴ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, dort Frage Nr. 15. So auch die Antworten zu den Fragen Nr. 18 und 20 (Kapitel 8.3.3).

abgestimmt und umgesetzt werden kann, wodurch der sanierungsbedürftigen Gesellschaft eine letzte Möglichkeit zur freien Sanierung eröffnet wird.¹¹⁹⁵

Neben der Sanierungsbedürftigkeit und den Insolvenzantragsgründen *haben die Beteiligten im Vorfeld der Sanierung mit weiteren Schwierigkeiten zu kämpfen*.¹¹⁹⁶ Als zentrales Problem stellt sich dabei die Informationspolitik dar. Leitungsorgane informieren Gläubiger und Anleger oft nicht rechtzeitig und nicht vollumfänglich¹¹⁹⁷ und Informationen werden nach der „Salamitaktik“ übermittelt. Sanierungskonzepte werden überwiegend durch den Geschäftsbesorger und in Zusammenarbeit mit der Bank ausgearbeitet und den Gesellschaftern als „Friss-oder-Stirb“-Taktik präsentiert. Auch dies gilt es zu vermeiden.

Neben einer offenen, transparenten und vollumfänglichen Kommunikation gilt es, ein tragfähiges Sanierungskonzept zu erarbeiten und die Beteiligten von diesem zu überzeugen. Die Schwierigkeiten bei der Erarbeitung des Sanierungskonzeptes liegen im Wesentlichen in der Maßnahmenanalyse, der Ermittlung des Kapitalbedarfes und der Einschätzung der Umsetzbarkeit der jeweils eruierten Sanierungsbausteine. Von den Sanierungsexperten muss im Vorfeld des Sanierungskonzeptes eingeschätzt werden, mit welchen Sanierungsbeiträgen gerechnet werden kann, um daraus abzuleiten, welche Sanierungskonzepte den Beteiligten überhaupt zur Auswahl gestellt werden können.¹¹⁹⁸ Insbesondere gilt es, dem nicht versierten

¹¹⁹⁵ In der Regel stunden Gläubiger kurzfristig Zins- und Tilgungsbeiträge oder verzichten (teilweise) auf Forderungen (ggf. mit Besserungsschein). Das den Stakeholdern theoretisch zur Verfügung stehende Repertoire an kurz- und langfristigen Sanierungsbausteinen ist weit. In den Kapiteln 6.5 bis 6.7 werden die den jeweiligen Stakeholdergruppen theoretisch zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteine vorgestellt. Aufgrund des Umfangs wird im Rahmen der Beantwortung von Forschungsfragen auf die zuvor genannten Kapitel verwiesen. Vgl. Auswertung der Experteninterviews zu Frage Nr. 9 in Kapitel 8.3.2 sowie Frage Nr. 14 in Kapitel 8.3.3.

¹¹⁹⁶ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 6 lautet: „Mit welchen Schwierigkeiten hatten die Beteiligten im Vorfeld der Sanierung zu kämpfen?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹¹⁹⁷ Zu den Leitungsorganen zählen die Geschäftsführung bzw. der Geschäftsbesorger, aber auch der Beirat der Fondsgesellschaft. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, dort Frage 8. Hier wurde noch unterstrichen, dass dies insbesondere dann der Fall war, wenn die agierenden Organe dem Initiator persönlich sehr nahestanden.

¹¹⁹⁸ Abhängig von der Rechtsform der Fondsgesellschaften war das Spektrum der Sanierungsbeiträge der Gesellschafter breit. Über eine persönliche Inanspruchnahme wirtschaftlich stabiler Anleger bis hin zu einer vollständigen Einzahlung der Hafteinlage oder der Insolvenz von vollhaftenden Gesellschaftern und damit keiner juristischen Inanspruchnahme waren praktisch alle möglichen Fälle eingetreten. Fehlende oder nicht durchsetzbare Inanspruchnahmen (von Großgesellschaftern) erschwerten die Sanierung einer Fondsgesellschaft oftmals. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, dort Frage 8.

Anleger die juristische Situation darzulegen und ihn über die möglichen Handlungsspielräume in Kenntnis zu setzen.

Im Rahmen des praktischen Sanierungsansatzes galt es herauszufinden, *welche Lösungsansätze und Methoden den an der Sanierung Beteiligten zur Auswahl gestellt wurden*¹¹⁹⁹ und *wie die an der Sanierung Beteiligten von einem tragfähigen und nachhaltigen Sanierungskonzept überzeugt werden konnten*¹²⁰⁰. Betont wurde hierbei, dass eine Priorisierung von erfolgreichen Sanierungsbausteinen nicht oder nur kaum möglich ist. Die Sanierung einer Fondsgesellschaft basiert stets auf einem individuell erarbeiteten Sanierungskonzept mit aufeinander abgestimmten Sanierungsbausteinen und Handlungsalternativen. Sofern eine Priorisierung vorgenommen werden konnte, gaben die Experten an, dass auf Bankenseite der Forderungsverzicht (mit Besserungsschein) ein durchaus gängiges Mittel war, das gleichermaßen von den Gesellschaftern gefordert wurde. Auf Gesellschafterebene kommt das Mittel des Gesellschafternachrangdarlehens zum Einsatz. Im Rahmen der Sanierungskonzepte wird von den sanierungswilligen Gesellschaftern darauf gedrängt, dass sanierungsunwillige Gesellschafter (ggf. unter Zahlung eines negativen Abfindungsguthabens) aus der Gesellschaft ausscheiden.¹²⁰¹

Die Beteiligten können durch ein schlüssiges und nachhaltiges Sanierungskonzept überzeugt werden. Im individuell erarbeiteten Sanierungskonzept müssen die verschiedenen Handlungsalternativen unter Berücksichtigung des Worst-Case-Szenarios aufgezeigt sein.¹²⁰² Aus dem Sanierungskonzept muss hervorgehen, dass die zum Einsatz kommenden Sanierungsbausteine die maximale Inanspruchnahme oder der (Total-)Verlust des ursprünglich eingesetzten Kapitals vermeiden und der zu erbringende Sanierungsbeitrag (deutlich) geringer sein wird, als die Kosten, die eine juristische Inanspruchnahme oder das zwangsweise Ausscheiden aus der Gesellschaft mit sich bringen würden. Gleichzeitig ist festzustellen, dass die nachzuschließenden Gelder dazu beitragen, bereits verloren geglaubtes Eigenkapital wieder werthaltig zu

¹¹⁹⁹ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 7 lautet: „Welche Lösungsansätze und Methoden wurden den Beteiligten der Sanierung zur Auswahl gestellt?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹²⁰⁰ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 8 lautet: „Wie konnten die an der Sanierung Beteiligten von einem tragfähigen und nachhaltigen Sanierungskonzept überzeugt werden?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹²⁰¹ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, dort Frage Nr. 9. Die gegebenen Antworten zur deckten sich mit den von den Experten gegebenen Antworten zu Frage 13.

¹²⁰² Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, dort Frage Nr. 9. So auch die Auswertung der Experteninterviews zu Frage Nr. 11 in Kapitel 8.3.2.

machen und abzusichern. Das Sanierungskonzept sowie die Kommunikation im Sanierungsfall können damit als wesentliche Bausteine einer erfolgreichen Sanierung betrachtet werden.

Ergänzend dazu wurde die Forschungsfrage „*Was waren die ausschlaggebenden Argumente für die Beteiligten, sich an einer Sanierung zu beteiligen?*“ gestellt. Hier gaben die Experten an, dass wirtschaftliche Aspekte und das Vermeiden der juristischen Inanspruchnahme die ausschlaggebenden Argumente für eine Sanierungsbeteiligung waren. In erster Linie wird auf den (Wert-)Erhalt des Assets und die Vermeidung weiterer Verluste Wert gelegt. Auch die Aussicht, dass nach erfolgreicher Durchführung der Sanierung die Immobilienanlage wieder werthaltig sein würde und bis dato realisierte Verluste durch die Sanierung minimiert oder zumindest teilweise wieder aufgefangen werden könnten, waren für die Experten ausschlaggebende Gründe, sich an der Sanierung zu beteiligen.¹²⁰³ Weiter wurde davon ausgegangen, dass die Beteiligung an einem Sanierungskonzept wirtschaftlich attraktiver sei als eine (kurzfristige) Liquidation oder die persönliche juristische Inanspruchnahme der Gesellschafter durch die Gläubiger.

8.4.4. Sanierung der Fondsgesellschaft in der Retrospektive

Abschließend galt es im Rahmen der empirischen Untersuchung zu beleuchten, wie sich die Sanierung geschlossener Immobilienfonds in der Retrospektive darstellt. Lohnte es sich, Sanierungskonzepte zu erstellen und Sanierungsbeträge bereitzustellen? Ein erstes Indiz dafür gaben die aus den Antworten auf die Interviewfrage Nr. 14 gewonnenen Erkenntnisse.¹²⁰⁴

Die Betrachtung von Sanierungen aus der Retrospektive wird zunächst mit der Forschungsfrage „*Sind die Beteiligten von der Sanierung der Gesellschaften (auch nach ihrem Abschluss) überzeugt und haben die ausgewählten Maßnahmen nachhaltig zum Erfolg der Sanierung beigetragen?*“ eingeleitet. Der überwiegende Anteil der Experten hat bestätigt, dass die an der Sanierung Beteiligten nach wie vor von der Sanierung der Fondsgesellschaft überzeugt sind. Die eingeleiteten Maßnahmen haben in der überwiegenden Anzahl der Fälle dazu

¹²⁰³ Dies spiegelt sich auch in den Antworten der Experten zu Frage Nr. 9 (Kapitel 8.3.2) wider. Hier wurde angegeben, dass, sofern eine Priorisierung der Sanierungsbausteine möglich war, auf Bankenseite der Forderungsverzicht (mit Besserungsschein) ein durchaus gängiger und insbesondere von den Gesellschaftern gegenüber der Bank geforderter Sanierungsbaustein war.

¹²⁰⁴ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 14.

beitragen, dass das Asset wieder werthaltig gemacht und eine Liquidation oder Insolvenz erfolgreich abgewendet werden konnte. Nur zwei der Experten gaben an, dass nicht alle eingeleiteten Sanierungen erfolgreich waren. Gleichwohl ist aber auch nach Meinung dieser Experten davon auszugehen, dass mindestens jede zweite Sanierung gelingt.¹²⁰⁵ Das Meinungsbild wurde bei der Beantwortung der Forschungsfrage: *„Gehen die an der Sanierung Beteiligten davon aus, dass das seinerzeit getätigte Investment durch die Sanierung wieder werthaltig wird, und rechnen sie mit einem Liquidationserlös, der den Liquidationserlös vor der Sanierung übersteigt?“* bestätigt. Alle Experten gehen hier davon aus, dass die Sanierung einer Gesellschaft eine wesentliche Verbesserung der Ist-Situation herbeiführt.¹²⁰⁶ Neben der Reduktion einer möglicherweise vorhandenen Haftung der Gesellschafter gegenüber den Gläubigern rechneten die Beteiligten meist mit einem gesteigerten Liquidationserlös; gingen davon aus, dass sie – spätestens zum Zeitpunkt des Exits – finanziell besser gestellt sein würden, als wenn keine Sanierung durchgeführt worden wäre.¹²⁰⁷ Durch Kombination der Antworten der Experten auf die beiden zuvor genannten Forschungsfragen lässt sich festhalten, dass auch die Sanierungen, die durch die Experten nicht als „Erfolg“ gewertet wurden, grundsätzlich dazu beigetragen haben, das juristische und finanzielle Risiko der an der Fondsgesellschaft Beteiligten (erheblich) zu senken.

Analog zur Forschungsfrage hinsichtlich der zur Auswahl gestellten Lösungsansätze und Methoden¹²⁰⁸ muss festgestellt werden, dass keine *allgemeinen Erkenntnisse aus Einzelbeispielen gewonnen werden konnten, um zukünftig Gegenmaßnahmen einzuleiten, die einen größeren Erfolg versprechen*.¹²⁰⁹ Selbiges gilt für die Beantwortung der Forschungsfrage, ob *eindeutige Maßnahmen identifiziert werden konnten, die im Wesentlichen dazu beigetragen haben, dass*

¹²⁰⁵ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 19.

¹²⁰⁶ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 19.

¹²⁰⁷ Vgl. Auswertung der Experteninterviews Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 22. Dies deckt sich auch mit den Aussagen der Experten in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 14. Hier wurde angegeben, dass die Fondsgesellschaften i. d. R. freiwillig saniert wurden. Von Insolvenzen und einer sich möglicherweise daran anschließenden Verwertung der Immobilien wurde nicht berichtet.

¹²⁰⁸ Die Beantwortung der Forschungsfrage hinsichtlich der Lösungsansätze und Methoden, die den Beteiligten zur Auswahl gestellt wurden, findet in Kapitel 8.4.3 statt.

¹²⁰⁹ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 11 lautet: *„Welche generellen Erkenntnisse können aus den Einzelbeispielen gewonnen werden, um zukünftig Gegenmaßnahmen mit größerem Erfolg einzuleiten?“* Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

*sich ein Sanierungserfolg eingestellt hat.*¹²¹⁰ Grundsätzlich gaben die Experten an, dass es keine Standardsanierungsbausteine gibt. Jede Sanierung ist einzigartig und individuell zu betrachten. Im Rahmen dieser Forschungsfragen wurde die Erkenntnis aus Frage 9 nochmals wiederholt und bekräftigt: Ein schlüssiges, transparentes Sanierungskonzept in Verbindung mit einer offenen und zielgerichteten Kommunikation und die Einbindung eines neutralen, externen Sanierungsberaters sind ein wesentlicher Schlüssel zum Erfolg.¹²¹¹

Grundsätzlich haben die eingeleiteten Maßnahmen in einem ausgewogenen Verhältnis zu stehen. Mit der Vermittlung einer Win-Win-Situation zwischen Gläubigern und Gesellschaftern gelingt es, die Interessen gleichzurichten und bestmögliche Sanierungsergebnisse zu erzielen. Sofern Sanierungserfolge erreicht wurden, sind diese nicht ausschließlich an die Gläubiger ausgekehrt worden, sondern wurden quotal zwischen den (sanierungswilligen) Eigen- und Fremdkapitalgebern aufgeteilt. Grundsätzlich wurde eine Maßnahme von den von der Sanierung Betroffenen auch immer dann schon als Sanierungserfolg gewertet, wenn die wirtschaftliche oder juristische Inanspruchnahme deutlich verringert und dadurch die Inanspruchnahme auf ein Minimum reduziert werden konnte.¹²¹²

Um Maßnahmen konsequent und zielgerichtet umsetzen zu können, müssen die mit der Sanierung betrauten Akteure mit entsprechenden Handlungsbefugnissen ausgestattet werden. Beschlüsse auf den Gesellschafterversammlungen sind weit genug zu fassen, sodass die handelnden Personen mit allen nötigen Befugnissen ausgestattet sind. Es wurde angegeben, dass diese Handlungsbefugnisse in der Regel erteilt wurden und so die (auf der Gesellschafterversammlung) getroffenen Entscheidungen im Rahmen der Sanierung konsequent und zielstrebig umgesetzt werden konnten.¹²¹³

Wie bereits zuvor erläutert, kommt dem Sanierungsberater im Rahmen einer Sanierung eine besondere Rolle zu; vor dem Hintergrund einer solchen Ausnahmesituation ist er mit seinem Verhandlungsgeschick und seinem Spezialwissen als neutrale, dritte unabhängige Partei

¹²¹⁰ Die vollständige Forschungsfrage Nr. 12 lautet: „Welche Maßnahmen haben im Wesentlichen dazu beigetragen, dass sich ein Sanierungserfolg eingestellt hat?“ Vgl. hierzu Kapitel 1.4.

¹²¹¹ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 20.

¹²¹² Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 21.

¹²¹³ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 17.

unabdingbar.¹²¹⁴ Begründet wird der Einsatz eines Sanierungsberaters u. a. damit, dass die ordinäre Geschäftsführung bzw. der Geschäftsbesorger die Durchführung einer Sanierung gar nicht leisten können, da es ihnen an entsprechendem Know-how mangelt. Hinzu kommt, dass zumeist das Vertrauen in die agierenden Akteure nicht mehr vorhanden und aufgrund dessen die Vermittlung zwischen den Parteien durch einen Sanierungsberater geboten ist.¹²¹⁵

Als erfolgversprechende Maßnahme wurde ein korrigierender Eingriff in die Finanzierungsstruktur beschrieben. Mittels eines Forderungsverzichtes (ggf. mit Besserungsschein) oder der Restrukturierung der Finanzierungsstruktur in Verbindung mit einer Neuverhandlung der Sanierungskonditionen sollte es gelingen, die laufende Belastung der Gesellschaft an die finanzielle Situation der Gesellschaft anzupassen. Hier verzichtet der Finanzierungsgeber in der Höhe auf das ausgegebene Darlehen, in der er es im Zerschlagungsfall abschreiben müsste. Mit Vereinbarung eines Besserungsscheines kann der Darlehensgeber an zukünftigen Erfolgen partizipieren. Durch die asynchrone Verschiebung von Sanierungszins und erhöhter Tilgungsleistung kann eine zügigere Entschuldung erreicht werden.¹²¹⁶ Ergänzend dazu gaben die Experten an, dass sämtliche Maßnahmen erfolgversprechend waren, die dazu beitrugen, zunächst das Fremdkapital der Gesellschaft wieder werthaltig zu machen und damit u. U. die (juristische) Inanspruchnahme der Gesellschafter durch die Gläubiger zu vermeiden.¹²¹⁷

¹²¹⁴ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 16. Sämtliche Experten haben angegeben, dass ein Sanierungsberater hinzugezogen wurde. Ergänzend dazu haben sämtliche Experten angegeben, dass die Hilfe des Sanierungsexperten notwendig und hilfreich war.

¹²¹⁵ Für die Durchführung ist vielerlei Spezialwissen notwendig. Neben wirtschaftlichen sind rechtliche Kenntnisse unabdingbar. Aufgrund der Vielzahl an Beteiligten, insbesondere aus dem Gesellschafterkreis, bedarf es besonderer Expertise im Bereich von Kommunikation und Menschenführung. Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 16.

¹²¹⁶ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 21. Die hier gegebenen Antworten decken sich auch mit den Antworten zu Frage Nr. 9 in Kapitel 8.3.2. Das den Stakeholdern theoretisch zur Verfügung stehende Feld an kurz- und langfristigen Sanierungsbausteinen ist weit. In den Kapiteln 6.5 bis 6.7 werden die den jeweiligen Stakeholdergruppen theoretisch zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteine vorgestellt. Aufgrund des Umfangs wird im Rahmen der Beantwortung von Forschungsfragen auf die zuvor genannten Kapitel verwiesen.

¹²¹⁷ Diese Aussage deckt sich auch mit den zuvor dargestellten Aussagen und den Antworten zu Frage Nr. 6 in Kapitel 8.3.1. Die Experten gaben hier überwiegend an, dass ein Ausbleiben der Eigenkapitalverzinsung nicht unbedingt eine Sanierungsbedürftigkeit der Fondsgesellschaft darstellt. Bei geschlossenen Immobilienfonds handelt es sich grundsätzlich um unternehmerische Beteiligungen, die immer ein Aussetzen der Verzinsung des Eigenkapitals mit sich bringen können.

9. Schlussbetrachtung

Wie diese Arbeit gezeigt hat, sind die Möglichkeiten, geschlossene Immobilienfonds zu sanieren, zahlreich und der Versuch einer Sanierung fast immer lohnenswert, da in den allermeisten Fällen eine Sanierung gelingt, d. h., alle Beteiligten letztendlich besser dastehen, als wenn sie einer Insolvenz zugestimmt und den Dingen ihren Lauf gelassen hätten. Dies gilt umso mehr, als indirekte Immobilienanlagen innerhalb der deutschen Volkswirtschaft mit einem Marktvolumen von rd. 195,6 Mrd. EUR im Jahr 2018 eine bedeutende Rolle spielten. Befördert durch staatliche Subventionen haben sich geschlossene Immobilienfonds in den letzten Jahrzehnten zu einem wesentlichen Pfeiler der deutschen indirekten Immobilienanlagen entwickelt. Soweit sich Marktteilnehmer zusammengeschlossen hatten und Daten erhoben wurden, konnte für 2013 – vor Umsetzung der AIFM-Richtlinie – ein Fondsvolumen von rd. 46 Mrd. EUR identifiziert werden. Obwohl sich die prozentuale Zusammensetzung der indirekten Immobilienanlagen mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie stark verändert hat, vereinen geschlossene Immobilienfonds, auf welche die Regularien des KAGB Anwendung finden, heute ein Fondsvolumen von rd. 23,3 Mrd. EUR auf sich. Aufgrund fehlender statistischer Erhebungen kann keine Aussage darüber getroffen werden, wie groß das heute noch am Markt aktive Volumen geschlossener Immobilienfonds ist, auf die das KAGB keine Anwendung findet.

Das Volumen zu sanierender geschlossener Immobilienfonds ist erheblich und beträgt nach heutigen Schätzungen immer noch mehrere hundert Mio. Euro.¹²¹⁸ Die Dunkelziffer dürfte, vor dem Hintergrund fehlender statistischen Erhebungen, um ein Vielfaches höher sein.¹²¹⁹ Als wesentliche Ursache für die voraussichtliche Sanierungsbedürftigkeit wurde angeführt, dass die Ertragsseite nicht (mehr) dazu ausreichen würde, die zum Erwerb der Immobilie aufgenommenen Darlehen zu bedienen. Es wird angenommen, dass rd. 57 % der geschlossenen Immobilienfonds einen vollständigen oder zumindest teilweisen Verlust des ursprünglich investierten (Eigen-)Kapitals hinnehmen mussten.¹²²⁰ Vor dem Hintergrund der langen

¹²¹⁸ Zum Volumen der sanierungsbedürftigen geschlossenen Immobilienfonds vgl. Lorentzen (2012), S. 8; so auch Experte Nr. 11 (16.09.2019).

¹²¹⁹ Experte Nr. 11 (16.09.2019)

¹²²⁰ Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

Fondslaufzeiten muss aber davon ausgegangen werden, dass viele von ihnen sich auch heute noch in der Schieflage befinden.¹²²¹

Es ist zu beobachten, dass Anleger heute wirtschaftlich nicht mehr gewillt oder in der Lage sind, weitere Nachschüsse in die Gesellschaften zu leisten. Unter anderem hängt dies mit einer fehlenden Erwerbstätigkeit und der damit fehlenden Liquidität im Rentenalter zusammen.¹²²² Angesichts der volkswirtschaftlichen Bedeutung ist die Tatsache, dass eine Vielzahl der Gesellschaften sanierungsbedürftig ist und für den nicht versierten (Privat-)Anleger teilweise erhebliche juristische und wirtschaftliche Haftungsrisiken bestehen, bedenklich. Im Hinblick auf die persönlichen Schicksale der Gesellschafter und die damit verbundenen wirtschaftlichen Belastungen, die Vernichtung von privaten Anlegergeldern, die eigentlich der Altersvorsorge dienen sollten, bis hin zur Bedrohung von wirtschaftlichen Existenzen¹²²³ kommen der erfolgreichen Sanierung und der damit verbundenen verminderten juristischen und liquiditätsmäßigen Belastung der an der Sanierung Beteiligten eine weitere bedeutende Rolle zu. Mittels einer Sanierung können Verluste reduziert oder sogar noch Erträge auf das bereits verloren geglaubte Kapital erzielt werden.¹²²⁴

Die Sanierungsbedürftigkeit kann – mit Ausnahme von Ad-hoc-Ereignissen – üblicherweise rechtzeitig genug erkannt werden, damit ein Sanierungskonzept ausgearbeitet, den

¹²²¹ Experte Nr. 11 (16.09.2019).

¹²²² Aufgrund der Losgröße und der seinerzeit gewährten Steuervorteile beteiligten sich insbesondere Anleger mit gutem Einkommen und einer hohen Steuerlast. Die Zeichner von geschlossenen Immobilienfonds standen damals also „in der Blüte ihres Berufslebens“. Heute, rd. 20 Jahre später, dürften viele bereits das Rentenalter erreicht haben, wenn nicht sogar Anteile bereits an die nächste Generation vererbt/verschenkt wurden. Vgl. VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2011), S. 28. Gut 68 % der Zeichner von geschlossenen Fonds sind 51 Jahre und älter. Interpoliert man die 2010 ermittelte Altersstruktur der Anleger auf 2019, so ist der typische Anleger (50 %) eines geschlossenen Fonds heute zwischen 61 und 80 Jahren alt. Weitere 21 % der Zeichner sind heute zwischen 51 und 60 Jahren alt. Mehr als 18 % der Zeichner waren bereits 2010 älter als 80 Jahre. Ihre Anteile dürften entweder vor dem Hintergrund auslaufender Festlaufzeiten liquidiert oder aufgrund der Lebenserwartung an die nächste Generation übertragen worden sein.

¹²²³ Tatsächlich handelt es sich bekanntlich bei einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds um eine Unternehmensbeteiligung. Daher fungiert der Gesellschafter als Unternehmer und muss als solcher die wirtschaftlichen Risiken mittragen. Gesellschafter, die sich mit Nachschüssen, Rückforderungen oder Haftungsrisiken konfrontiert sehen, müssen sich um private Vermögensgegenstände bis hin zur privaten Existenz sorgen. Dies betrifft häufig nicht nur den individuellen Gesellschafter, sondern mitunter auch Familienangehörige bis hin zu den Erben. Vgl. Edlmann (2015), S. 62 ff.

¹²²⁴ Dank der positiven Immobilienmarktentwicklung der vergangenen zehn Jahre waren Anleger sanierungsbedürftiger Immobilienfonds gut beraten, ihre Anteile weiter zu halten und die Sanierung zu begleiten. Teilweise konnten Anleger Sanierungserfolge erzielen, die weit über den Prognosen der Sanierungskonzepte lagen. So auch Experte Nr. 09 (12.11.2019).

Beteiligten präsentiert und durch diese umgesetzt werden kann.¹²²⁵ Teilweise wurde die Notwendigkeit einer Sanierung durch die agierenden Geschäftsbesorger oder die Geschäftsführung aber nicht vollumfänglich bzw. rechtzeitig an alle Beteiligten kommuniziert.¹²²⁶ Vermehrt sei dies bei Fondsgesellschaften zu beobachten gewesen, die nach wie vor durch Agierende betreut wurden, die dem Initiator nahe standen.¹²²⁷ Es ist davon auszugehen, dass sich die einzelnen Ursachen der Sanierungsbedürftigkeit gegenseitig bedingen oder sogar katalysierend wirken. Weiter gilt: *„Der größte Feind einer Sanierung ist die Hoffnung – viele hoffen zu lange [...] und beginnen erst mit der Sanierung, wenn der Handlungsspielraum für den Sanierer nur noch sehr begrenzt ist.“*¹²²⁸

Sofern Teile des Eigenkapitals noch vorhanden waren oder aufgrund der gewählten Rechtsform Nachschüsse durch die Gesellschafter zu leisten gewesen wären, wurde meist mit sämtlichen Mitteln versucht, ein Sanierungskonzept zu erarbeiten, das Banken und Gesellschafter wirtschaftlich möglichst wenig belastete.¹²²⁹ Gesellschafter leisten immer dann einen freiwilligen Sanierungsbeitrag, wenn dadurch eine Verringerung ihres individuellen juristischen und finanziellen Haftpotenzials erreicht werden kann. Liegt dagegen nicht die Situation vor, dass Gesellschafter persönlich für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften oder Nachschussverpflichtungen zu leisten sind, ist eine Sanierung ungleich schwerer zu bewerkstelligen, da die Anreize der Haftungsreduktion dann nicht bestehen. Gleichwohl kann eine positive Sanierungswürdigkeit einhergehend mit einer positiven Sanierungsfähigkeit vorhanden sein, sofern die Gesellschafter bereit sind, Sanierungsbeiträge zu leisten. Durch die Begleitung eines Sanierungskonzeptes eröffnet sich den Beteiligten die Möglichkeit, bereits vorhandene Verluste nicht (sofort) realisieren zu müssen. Die für die Durchführung eines Sanierungskonzeptes

¹²²⁵ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, dort Frage Nr. 15.

¹²²⁶ Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹²²⁷ Experte Nr. 09 (12.11.2019). Oftmals handelt es sich bei den Agierenden um Organschaften, die dem Initiator nahestehen. Es kann vermutet werden, dass zum Zweck des Selbstschutzes mit Hilfe von „Verschleierungs- und Salamtaktik“ nur sporadisch Informationen weitergegeben wurden, um so ggf. seinerzeit vom Initiator begangene Fehler zu kaschieren. Zu vermuten ist, dass dem Initiator nahestehende Organschaften eher damit rechnen müssen, einen Verwaltungsauftrag zu verlieren, als unabhängige Dienstleister.

¹²²⁸ Beck (2005). Auch Hüttinger (2015), S. 146 ff. gibt an, dass eine frühzeitige Krisenerkennung ausschlaggebend für den Erfolg einer Sanierung ist. Dies deckt sich auch mit den Auswertungen der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, hier insbesondere Frage Nr. 14.

¹²²⁹ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.2, hier insbesondere Frage Nr. 10.

notwendigen Sanierungsbeiträge sind meist geringer als das durch den ausscheidenden Gesellschafter zu übernehmende (negative) Auseinandersetzungsguthaben.¹²³⁰ Gleichzeitig erhoffen sich sanierungswillige Gesellschafter die Möglichkeit, mit fortlaufender Entschuldung und möglicherweise steigenden Mieten und Verkehrswerten an zukünftigen Sanierungsgewinnen zu partizipieren. Möglicherweise bereits eingetretene Verluste können dadurch reduziert und ggf. bereits wertlos gewordenes Eigenkapital wieder werthaltig gemacht werden. Nach Meinung der Experten ist eine Sanierung auch dann erfolgreich, wenn dadurch lediglich die finanzielle und juristische Inanspruchnahme der Beteiligten auf ein Minimum reduziert werden kann.¹²³¹ Alle Befragten gaben im Rahmen der Interviews an, dass eine Sanierung der Gesellschaft in den überwiegenden Fällen zu einer (deutlichen) Verbesserung der Ist-Situation geführt hat.¹²³²

Keine Partei war daran interessiert, die Fondsgesellschaft in eine Insolvenz zu schicken und die Immobilie im Rahmen einer Zwangsversteigerung zu verwerten.¹²³³ Sofern die Sanierungsbedürftigkeit nicht rechtzeitig erkannt wurde, wurden kurzfristige Sanierungsbausteine (z. B. Moratorium, Stillhalten etc.) angewendet, um einen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu vermeiden und Zeit für die Erstellung eines Sanierungskonzeptes zu gewinnen. Es sind nur wenige Fälle bekannt, in denen geschlossene Immobilienfonds im Rahmen einer Insolvenz saniert wurden.¹²³⁴ Sofern erkannt wurde, dass keine Aussicht auf Erfolg bestand, wurde konsequent liquidiert.¹²³⁵

¹²³⁰ Zum Ausscheiden eines sanierungsunwilligen Gesellschafters aus der Personengesellschaft vgl. BGH, Urteil vom 19.10.2009, II ZR 240/08 bzw. Kapitel 6.5.5. Anders verhält sich dies bei einem KG-Gesellschafter. Dieser haftet lediglich bis zur Höhe seiner Hafteinlage. Vgl. hierzu Kapitel 3.2.2 bzw. 6.5.3. Aber auch Gesellschafter deren Nachschussverpflichtung gegen „null“ tendiert, können ein Interesse daran haben, dass eine Gesellschaft saniert wird und so das zum jetzigen Zeitpunkt verlorene Kapital wieder werthaltiger gemacht wird.

¹²³¹ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 06 (02.10.2019) Vgl. auch Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, hier insbesondere Frage Nr. 21.

¹²³² Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, hier insbesondere Frage Nr. 22.

¹²³³ Sämtliche Experten gaben im Rahmen des Interviews (Frage Nr. 14) an, dass geschlossene Immobilienfonds i. d. R. nicht durch die Insolvenz geschickt wurden. Mit Hilfe von kurzfristig wirkenden Sanierungsbausteinen (Moratorium, Stundung, Stillhalten etc.) wurde erreicht, dass die Insolvenzantragsgründe nach § 17 ff. InsO nicht eintraten und somit Zeit gewonnen werden konnte, um (gemeinsam) Sanierungskonzepte zu entwickeln.

¹²³⁴ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.3, hier insbesondere Frage Nr. 14.

¹²³⁵ Experte Nr. 01 (12.09.2019) und Experte Nr. 02 (12.09.2019) Auch hier ist davon auszugehen, dass ein Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens vermieden wurde, um so die Handlungsfähigkeit zu erhalten.

Neben der juristisch und kaufmännisch notwendigen Sanierungsbedürftigkeit stellt sich die Frage, ob eine Sanierungsbedürftigkeit auch dann schon besteht, wenn die im Fondsprospekt ausgewiesenen Renditen unterschritten werden bzw. keine Verzinsung an den Anleger ausgeschüttet werden kann; dies wurde von der Mehrzahl der befragten Experten verneint.¹²³⁶ Ihrer Auffassung nach handelt es sich bei geschlossenen Immobilienfonds um unternehmerische Beteiligungen, die immer ein Aussetzen der Verzinsung des Eigenkapitals mit sich bringen können.¹²³⁷

Wie die geführten Interviews bestätigten, wird die Kommunikation von Experten als ein wesentlicher Bestandteil des Krisenmanagements und als ein notwendiger Baustein im Rahmen der Sanierung betrachtet.¹²³⁸ Im empirischen Teil der Arbeit hat sich gezeigt, dass neben dem frühzeitigen Erkennen der (drohenden) Krisensituation und konsequentem Handeln eine offene, transparente, verständliche und ehrliche Kommunikation zwischen den Agierenden den entscheidenden Baustein einer erfolgreichen Sanierung darstellt; es gilt, das belastete Vertrauen betroffener Stakeholder wiederherzustellen.¹²³⁹ Denn eine erfolgreiche Sanierung hängt nicht nur davon ab, ob es gelingt, aufeinander abgestimmte Sanierungsbausteine zu definieren, die zur Beseitigung der Überschuldung oder der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit geeignet sind, sondern vor allem auch davon, dass die für die Sanierung erforderliche Mehrheit auf Seiten der Anleger und der maßgeblichen Leistungsträger (im Wesentlichen der finanzierenden Banken) gewonnen werden kann.¹²⁴⁰ Das Vertrauen von Banken und Anlegern in die Geschäftsbesorgung und die agierenden Personen ist zum Zeitpunkt der Sanierungsbedürftigkeit schwer belastet. Insbesondere ist dies der Fall, wenn der Zeitpunkt des Erkennens

Weiter muss davon ausgegangen werden, dass die Liquidationserlöse im Rahmen eines Insolvenzverfahrens geringer ausfallen.

¹²³⁶ Vgl. hierzu Kapitel 8.3.1.

¹²³⁷ Vgl. Auswertung der Experteninterviews in Kapitel 8.3.1, dort Frage Nr. 6.

¹²³⁸ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 02 (12.09.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019), Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹²³⁹ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) stellten den Sanierungsbaustein „Kommunikation“ über alle anderen Bausteine. Nur mit Hilfe eines transparenten und vollumfänglich aufgearbeiteten Sanierungskonzeptes i. V. m. einer offenen und ehrlichen Kommunikation kann es gelingen, das Vertrauen wiederherzustellen und die Stakeholder zu Sanierungsbeiträgen zu motivieren.

¹²⁴⁰ Vgl. Pluta und Keller (2015), S. 537. So auch Experte Nr. 08 (12.11.2019).

der Krise und der Zeitpunkt der Kommunikation an die Betroffenen weit auseinanderfallen (Verschleierungs- und/oder Salamtaktik).

Sofern es gelungen ist, das Vertrauen der Beteiligten zu gewinnen und tragfähige Sanierungskonzepte zu entwickeln, sind die zur Auswahl stehenden Möglichkeiten intensiv mit den jeweils Beteiligten zu diskutieren. Von den befragten Experten wurde empfohlen, regelmäßig mit Hilfe von Sachstandsberichten und Gesellschafterversammlungen über den Fortschritt des Sanierungsprozesses zu berichten und die anstehenden Entscheidungen gemeinsam mit den Anlegern zu treffen. Den Gesellschaftern ist zu vermitteln, dass eine fundierte Entscheidung getroffen wurde und sie nicht übergangen wurden.¹²⁴¹ Bereits getroffene Entscheidungen nachträglich zur Wahl zu stellen, hat sich dabei als nicht besonders konstruktiv herausgestellt.¹²⁴² Als besonders erfolgversprechende Sanierungsmodelle haben sich sogenannte Win-win-Situationen erwiesen. Hierbei ist es gelungen, die jeweiligen Parteien zu neuen finanziellen Zusagen zu bewegen und im Erfolgsfall gleichermaßen an Gewinnen zu beteiligen. Zum Stichwort „Hilfe durch den Experten“ gaben sämtliche Befragten an, dass es – sofern es sich nicht um unkompliziert durchführbare Sanierungen handelte – immer hilfreich und zielführend war, bei der Sanierung eines Immobilienfonds auf Sanierungen spezialisierte Beratungsunternehmen hinzuzuziehen. Dabei kann die Hilfe des Experten durchaus umfangreich sein und deutlich über einen Beratungsauftrag hinausgehen. Einige der Experten gaben an, dass im Rahmen der Sanierung die bisher agierenden Geschäftsbesorger und Geschäftsführungen ausgetauscht und durch dem Beratungsunternehmen nahestehende Personen besetzt wurden, was in den meisten Fällen zum gewünschten Erfolg geführt hat.¹²⁴³

Es stellte sich als zielführend heraus, im Rahmen des Sanierungskonzeptes zunächst die Ist-Situation umfangreich aufzuarbeiten und einführend im Sanierungskonzept darzustellen.¹²⁴⁴ Banken und Gesellschafter sind gleichermaßen daran interessiert, die Schwachstellen zu identifizieren und zu erkennen. Nur darauf aufbauend können eine Strategie entwickelt und die notwendigen finanziellen Mittel eruiert werden.

¹²⁴¹ Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹²⁴² Experte Nr. 07 (18.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹²⁴³ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

¹²⁴⁴ Zu den Anforderungen an Sanierungskonzepte vgl. Kapitel 6.2 und 6.3.

Vor dem Hintergrund des finanziellen Bedarfes sind sodann die Handlungsalternativen zu erarbeiten und den jeweils Beteiligten die unterschiedlichen Szenarien aufzuzeigen. Hierbei ist insbesondere auch das jeweilige Worst-Case-Szenario, also der (Total-)Verlust des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals sowie eine mögliche juristische Inanspruchnahme der Gesellschafter, darzustellen. Entscheidend ist, dass den Sanierungsbeteiligten aufgezeigt wird, mit welchen finanziellen Verlusten gerechnet werden muss, welche Nachschussverpflichtungen ggf. von den Gläubigern gegenüber den Anlegern durchsetzbar sind und welche juristischen Risiken möglicherweise vorhanden sind, sofern eine Sanierung nicht konstruktiv begleitet wird.¹²⁴⁵ Auch die höchstrichterliche Rechtsprechung ist hierbei zu berücksichtigen und insbesondere den nicht versierten Beteiligten nahezubringen.¹²⁴⁶

Kapitel 6 sowie die Experteninterviews haben gezeigt, dass die Sanierung stets ein aufeinander abgestimmtes Konzept darstellt, in dem unterschiedliche Sanierungsbausteine miteinander kombiniert werden.¹²⁴⁷ Es ist entscheidend, im Sanierungskonzept aufzuzeigen, dass die Beteiligung an einer Sanierung wirtschaftlich und die Anwendung der zur Verfügung stehenden Sanierungsbausteine wesentlich attraktiver ist, als die Gesellschaft in die Insolvenz zu treiben, diese kurzfristig zu liquidieren oder gar juristisch in Anspruch genommen zu werden. Nur mit Hilfe eines transparenten und verständlichen Sanierungskonzeptes kann erreicht werden, dass die jeweils Beteiligten sich ein ausreichendes Bild über die aktuelle und bevorstehende Situation machen und individuelle Handlungsmöglichkeiten für sich abwägen können.

Über diese allgemeinen Erkenntnisse hinaus detaillierte Sanierungsbausteine zu formulieren, erweist sich indes als schwierig. Die Sanierungsbeteiligten gaben im Rahmen der Interviews an, dass sie keine ideale Strategie für Sanierungskonzepte beschreiben oder in jedem Fall erfolgversprechende Maßnahmen benennen können.¹²⁴⁸ Eine Sanierung basiert stets auf einem

¹²⁴⁵ Experte Nr. 09 (12.11.2019). Zur individuellen, quotalen Haftungsvereinbarung sowie den zugehörigen BGH-Urteilen II ZR 263/09 und II ZR 95/10 vgl. Kapitel 3.2.1.

¹²⁴⁶ Die Entwicklung der Rechtsprechung in Bezug auf die Nachschussverpflichtung nach § 172 Abs. 4 HGB sowie insbesondere das Urteil II ZR 240/08 des BGH vom 19.10.2009 „Sanieren oder Ausscheiden“ haben für Klarheit gegenüber den sanierungsunwilligen Gesellschaftern gesorgt. Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 6.5.3 und 6.5.5. Vgl. auch Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹²⁴⁷ Experte Nr. 01 (12.09.2019), Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019), Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 07 (18.10.2019).

¹²⁴⁸ So auch Schmidt et al. (2003), S. 162. Vgl. hierzu Auswertungen der Fragen Nr. 14 bis 21 in Kapitel 8.3.3.

schlüssigen Sanierungskonzept mit individuell erarbeiteten und abgestimmten Sanierungsbausteinen. Sofern die Befragten eine Priorisierung der erfolgreichsten Sanierungsbausteine vornahmen, wurde als wichtigster Baustein die Restrukturierung der Finanzierungsseite genannt. Wichtig ist, dass die bestehende Finanzierungsstruktur im Wesentlichen an die zukünftige Situation der Gesellschaft angepasst wird. Bestehende Darlehen wurden prolongiert und die Zins- und Tilgungsleistungen mit der liquiden Situation der Gesellschaft harmonisiert. Ebenso häufig wurde der Forderungsverzicht mit Besserungsschein genannt. Hierbei wurde die Gesellschaft „buchhalterisch“ entschuldet, was neben der Beseitigung der Überschuldung bei gleichbleibenden Zins- und Tilgungssätzen zu einer Entlastung des laufenden Cashflows geführt hat.¹²⁴⁹ Auf der Seite der Gesellschafter wurde neben dem Auffüllen entsprechender Nachschussverpflichtungen im Wesentlichen das nachrangige Gesellschafterdarlehen als erfolgreicher Sanierungsbaustein genannt.¹²⁵⁰

Besonders auffällig ist, dass die Interviewten angaben, dass die ihnen bekannten Sanierungen überwiegend erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Nur in seltenen Fällen hatten Befragte beobachtet, dass eine Sanierung scheiterte bzw. die eingeleitete Sanierung nicht in der Form erfolgreich war, wie gewünscht, d. h., dass die Gesellschaft nach erfolgter Sanierung gleichwohl abgewickelt wurde und ggf. weiteres, von den Gesellschaftern nachgeschossenes Kapital vernichtet wurde.

Vor dem Hintergrund der Erkenntnis, dass Banken grundsätzlich bereit waren, Insolvenzantragsgründe durch geeignete kurzfristige Sanierungsmaßnahmen zu vermeiden, und in der Regel kein Interesse daran zeigten, die Immobilienfondsgesellschaften in die Insolvenz zu schicken, lässt sich ein Rat an die sanierungswilligen Gesellschafter kriselnder Immobilienfonds formulieren: Wer sich in der Vergangenheit an der Sanierung eines geschlossenen Immobilienfonds beteiligt hat, war gut beraten.¹²⁵¹ Die frühzeitige Informierung und Beteiligung der Bank und die damit einhergehende Anpassung der Finanzierungsstruktur hat in vielen Fällen dazu geführt, dass die begebenen Darlehen weiter bedient werden konnten und eine

¹²⁴⁹ Zu möglichen Sanierungsbausteinen vgl. Kapitel 6.5 bis 6.7. Zum Forderungsverzicht mit Besserungsschein vgl. Kapitel 6.6.3 bzw. die Auswertungen zu Frage Nr. 13 in Kapitel 8.3.2.

¹²⁵⁰ Vgl. hierzu die Auswertungen von Frage Nr. 13 in Kapitel 8.3.2.

¹²⁵¹ Sämtliche Befragten gaben an, dass die durchgeführten Sanierungen erfolgreich waren. Teilweise gaben die Interviewten an, dass die Erwartungen übertroffen wurden.

Entschuldung vorangeschritten ist. Die durchaus positive Marktentwicklung der vergangenen Jahre hat zusätzlich dazu geführt, dass die seinerzeit im Sanierungskonzept prognostizierten Erwartungen (bei weitem) sowohl für Banken als auch für die Gesellschafter übertroffen wurden.¹²⁵² Seinerzeit sanierungsunwillige Gesellschafter müssen heute realisieren, dass – sofern sie aus der Gesellschaft ausgeschieden sind – die Verluste in voller Höhe realisiert werden oder aber im Rahmen der verweigerten Sanierung mit den in der Gesellschaft vorhandenen liquiden Mitteln oder Verkaufserlösen erst nach Wegfertigung von vorrangig zu bedienenden Ansprüchen der sanierungswilligen Gesellschafter bedient werden.

9.1. Wesentliche Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen

Die wesentlichen Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen dieses Forschungsvorhabens lauten:

1. **Eine Insolvenz ist zu vermeiden:** (Kurzfristige) Maßnahmen umsetzen, um eine Insolvenz zu vermeiden, Handlungsspielräume zu erhalten und Sanierungskonzepte auszuarbeiten.
2. **Eine Sanierung empfiehlt sich:** Mit einer Sanierung können finanzielle und juristische Risiken gesenkt werden; oft gelingt der Turnaround, sodass bereits verloren geglaubtes Kapital wieder werthaltig wird.
3. **Ein Totalverlust und die juristische Inanspruchnahme sind zu vermeiden:** Die juristische Inanspruchnahme ist – wohl schon aufgrund zusätzlicher Gerichts- und Anwaltskosten – die wirtschaftlich uninteressanteste Variante. Der Totalverlust ist mittels Sanierung zu vermeiden.
4. **Frühzeitige Krisenerkennung ist entscheidend:** Je früher die Krise erkannt wird, desto größer sind die Handlungsspielräume der Akteure und die Aussicht auf Erfolg.
5. **Kommunikation und Sanierungsberater sind wirkungsvolle Sanierungsbausteine:** Eine offene, transparente, verständliche und ehrliche Kommunikation ist

¹²⁵² Experte Nr. 06 (02.10.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019) gaben an, dass unter anderem Zweitmarktfonds Profiteure erfolgreicher Sanierungen waren. Zweitmarktfonds haben, teilweise mit erheblichen Abschlägen, Anteile geschlossener Fonds aufgekauft, die Sanierung begleitet und ein Vielfaches des seinerzeit investierten Kapitals erlöst.

notwendig, um das verloren gegangene Vertrauen zurück- und die erforderlichen Mehrheiten für eine Sanierung zu gewinnen. Sanierungsberater tragen mit Fachwissen und einer neutralen Betrachtungsweise erheblich zum Sanierungserfolg bei.

6. **Sanierungskonzept sorgfältig erstellen und Handlungsalternativen aufzeigen, lohnt sich:** Die Ist-Situation ist zu erfassen und ausführlich darzustellen. Die verschiedenen Handlungsalternativen und die Kombination von Sanierungsbausteinen sollten aufgezeigt werden, um die Aussichten auf eine erfolgreiche Sanierung deutlich zu machen. Vor allem Sanierungsunwillige sollten über die Konsequenzen einer solchen Entscheidung genau in Kenntnis gesetzt werden.
7. **Wer saniert hat, hat gewonnen:** Sicher geglaubte Verluste können so gut wie immer geschmälert, drohende Haftungsrisiken abgewendet und finanzielle Aufwendungen auf ein Minimum reduziert werden. Die Immobilien und die Beteiligungen am geschlossenen Immobilienfonds können oft erhalten werden.

9.2. Wissenschaftlicher Beitrag und Schließung der Forschungslücke

Wenn die in dieser Arbeit gewonnen Erkenntnisse weiterführender Forschung auf diesem Gebiet als Anknüpfungspunkte dienen können, ist das Ziel der Arbeit erfüllt. In der vorliegenden Arbeit wurden der für Sanierungen geschlossener Immobilienfonds betriebs- und finanzwirtschaftliche Hintergrund erstmals ausführlich beleuchtet und das notwendige (theoretische) Wissen zusammengetragen. Im Rahmen der sich dem theoretischen Teil der Arbeit anschließenden qualitativen empirischen Untersuchung wurde erforscht, welche Ursachen in der Praxis zu einer Sanierungsbedürftigkeit geführt haben und welche der in Reaktion darauf eingeleiteten Maßnahmen zu einem Sanierungserfolg und damit zu einer geringeren finanziellen und juristischen Inanspruchnahme führten.

Die wissenschaftliche Literatur sowie die empirische Forschung haben dem Thema „Sanierung geschlossener Fondsstrukturen“ bislang kaum Beachtung geschenkt. Diskussionen hierzu finden überwiegend in der (Fach-)Presse statt. Bisherige Forschungsbemühungen sowie die vorhandene Literatur setzen sich überwiegend mit juristischen Fragen sowie den (höchst-)richterlichen Entscheidungen auseinander.

Die Arbeit schließt die eingangs in Kapitel 1.3 beschriebene Forschungslücke, indem Gläubigern und Gesellschaftern ein theoretischer und wissenschaftlich fundierter Leitfaden zur

Sanierung geschlossener Fonds an die Hand gegeben wird. Die in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse sollen Gläubiger und Gesellschafter gleichermaßen in die Lage versetzen, mit einer Sanierungsbedürftigkeit bestmöglich umzugehen, womit die bisherige, überwiegend juristisch geprägte Literatur letztendlich überflüssig wird.

9.3. Ausblick

Die bis zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie weitestgehend unregulierten Produkte erfuhren 2013 einen herben Einschnitt ihrer Rechts- und Gestaltungsfreiheit. Produkte, die nach Einführung der AIFM-Richtlinie aufgelegt wurden, unterliegen strengeren Regularien, wodurch (Privat-)Anleger vor erhöhten Verlust- und Krisenrisiken geschützt werden sollen. Gleichwohl haben Experten hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung festgestellt, dass das Thema „Immobilienfonds in der Krise“ im Kontext der aktuellen volkswirtschaftlichen Gegebenheiten möglicherweise schon bald wieder an Bedeutung gewinnen wird.¹²⁵³ Insbesondere vor dem Hintergrund der Umsetzung der AIFM-Richtlinie ist am Markt zu beobachten, dass Anbieter neue Vertriebswege eruieren und beschreiten. Der allgemeine Trend, in Immobilien zu investieren, ist nach wie vor ungebrochen; jeder (Kleinanleger) möchte partizipieren und sucht nach alternativen Möglichkeiten, wenn ihm die Direktinvestition nicht möglich ist. Loipfinger stellt in seiner Studie heraus, dass der Anteil an Schwarmfinanzierungen und Crowdfunding in den letzten Jahren erheblich gewachsen ist.¹²⁵⁴ Zudem haben die Experten deutlich gemacht, dass auch die AIFM-Richtlinie nicht die Lösung aller Probleme ist und alle Risiken bannt. Hohe Strukturkosten vor dem Hintergrund der jüngst eingeführten Regularien, hohe Ankaufspreise oder das Ausweichen in B- und C-Lagen, mangelhaftes Management oder eine sich verändernde Zinslandschaft können binnen kurzer Zeit dazu führen, dass auch sichergeglaubte Anlageprodukten ins Straucheln geraten.¹²⁵⁵

Im Rahmen weiterführender Untersuchungen wäre zu beleuchten, ob auch geschlossene Immobilienfonds, die nach 2013 aufgelegt wurden, sanierungsbedürftig sind und was hierfür – insbesondere vor dem Hintergrund der Regularien des KAGB – ausschlaggebend ist. In der

¹²⁵³ Experte Nr. 03 (13.09.2019), Experte Nr. 08 (12.11.2019) und Experte Nr. 09 (12.11.2019).

¹²⁵⁴ Vgl. Loipfinger (2019), S. 42, 44 ff.

¹²⁵⁵ Insbesondere Experte Nr. 03 (13.09.2019). Aber auch Experte Nr. 09 (12.11.2019) und Experte Nr. 08 (12.11.2019).

infolge der Corona-Pandemie sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage wird sich zeigen, wie stabil und krisenfest die nach den neuen Regularien aufgelegten Fonds wirklich sind. Sollten die Vorsichtsmaßnahmen des Gesetzgebers und die Regularien des KAGB nicht wie erhofft dazu führen, dass weniger geschlossene Immobilienfonds sanierungsbedürftig werden als heute, wäre zu untersuchen, ob die in dieser Arbeit gewonnen Erkenntnisse auf diese neuen Produkte Anwendung finden können – oder welche ganz neuen Probleme etwa auftauchen mögen.

10. Literaturverzeichnis

Monografien, Aufsätze, Artikel und Studien

- Abel, P.** (2017): *Die Insolvenz als Sanierungsinstrument*. In: Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzierungsinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung. A. Crone und H. Werner (Hg.). 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen, S. 455 – 522.
- Ahlers, C.** (2006): *Gefahrenwarnung: Klumpenrisiko*. In: ZEIT ONLINE GmbH, 23.05.2006. Verfügbar unter https://www.zeit.de/zustimmung?url=https%3A%2F%2Fwww.zeit.de%2F2006%2F22%2FGS-Kasten-Klumpenrisiko_xml, [abgefragt am] 17.05.2020.
- Arndt, J.-H.; Fischer, B. A.** (2009): *Immobilienfonds (inkl. Projektentwicklungsfonds)*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private-Equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten. J. Lüdicke, J.-H. Arndt und S. Baldauf (Hg.). 5., völlig neu bearb. und erw. Aufl. München: Beck, S. 196 – 237.
- Arndt, J.-H.; Fischer, B. A.** (2013): *Immobilienfonds (inkl. Projektentwicklungsfonds)*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds. J. Lüdicke und J.-H. Arndt (Hg.). 6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl. München: Beck, S. 242 – 281.
- Arnold, C.** (2004): *Fehlgeschlagene Immobilienkapitalanlagen: Ausstieg und Rückabwicklung von Bau-/Fondsfinanzierungen*. Heidelberg: Finanz-Colloquium Heidelberg.
- Assmann, H.-D.** (Hrsg.) (2015): *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. 4., neubearb. Aufl. München, München: Beck; Beck-Online (Beck-Online Bücher).
- Atteslander, P.** (2010): *Methoden der empirischen Sozialforschung*. 13., neu bearb. und erw. Aufl. Berlin: Erich Schmidt.

- Axhausen, M.** (2014): *§ 5 Der Geschäftsführer*. In: Beck'sches Handbuch der GmbH: Gesellschaftsrecht - Steuerrecht. U. Prinz und M. Axhausen (Hg.). 5., vollst. überarb. und erw. Aufl. München: Beck, S. 245 – 311.
- Axhausen, M.; Rieser, F.** (2014): *§ 15 Die GmbH in der Krise*. In: Beck'sches Handbuch der GmbH: Gesellschaftsrecht - Steuerrecht. U. Prinz und M. Axhausen (Hg.). 5., vollst. überarb. und erw. Aufl. München: Beck, S. 1107 – 1161.
- Bach, A.** (2010): *Der Wegfall der Anschlussförderung im sozialen Wohnungsbau in Berlin und die Konsequenzen: Sanierung durch gesteuerte Insolvenz*. 1. Aufl. Hamburg: Hammonia, Fachverlag für die Wohnungswirtschaft (Studien zum deutschen und europäischen Immobilienwirtschafts- und Genossenschaftsrecht)).
- Bartlspurger, S.; Boutonnet, B.; Loipfinger, S.; Nickl, H.; Nickl, L.** (2007): *Geschlossene Immobilienfonds*. 5., überarb. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Bastian, C. Michael Robert** (2012): *Wirtschaftliche Risiken in geschlossenen Immobilienfonds und ihre rechtspraktische Aufarbeitung. Zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 2012*. 1. Auflage. Baden-Baden: Nomos (Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht: Bd. 145)).
- Bauer, J.** (2016): *Die GmbH in der Krise: Rechts- und Haftungsfragen der Unternehmenssanierung - Insolvenzgesellschaftsrecht*. 5., vollständig überarbeitete Auflage. Bonn: ZAP.
- Baumbach, A.; Merkt, H.; Hopt, K. J.; Roth, M.** (2012): *Handelsgesetzbuch: Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht)*. 35., neu bearb. Aufl. München: Beck (Becksche Kurzkommentare, Bd. 9).
- Bitter, G.** (2010): *Sanierung in der Insolvenz – Der Beitrag von Treue- und Aufopferungspflichten zum Sanierungserfolg*. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2010 (Heft.-Nr. 2 und 3), S. 147–200.
- Bortz, J.; Döring, N.** (2006): *Forschungsmethoden und Evaluation: Für Human- und Sozialwissenschaftler; mit 87 Tabellen*. 4., überarb. Aufl., [Nachdr.]. Heidelberg: Springer-Medizin-Verl.
- Bost, J.-P.; Halfpap, P.** (2009): *Gesellschaftsrechtliche Grundlagen*. In: *Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private-Equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen*

- geschlossenen Fondsprodukten. J. Lüdicke, J.-H. Arndt und S. Baldauf (Hg.). 5., völlig neu bearb. und erw. Aufl. München: Beck, S. 6 – 71.
- Bost, J.-P.; Halfpap, P. (2013):** *Gesellschaftsrechtliche Grundlagen*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds. J. Lüdicke und J.-H. Arndt (Hg.). 6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl. München: Beck, S. 6 – 70.
- Brauer, K.-U. (Hrsg.) (2019):** *Grundlagen der Immobilienwirtschaft: Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH. 10., überarbeitete und aktualisierte Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler (Lehrbuch)).
- Brinkmann, M.; Schluck-Amend, A.; Uhlenbruck, W.; Moll, W.; Schmidt, K. (2016):** *Außergewöhnliche Unternehmenssanierung: Interne Sanierung*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 162 – 283.
- Bundesministerium des Inneren (2014):** *Leitfaden Krisenkommunikation / Bundesministerium des Innern. [4., überbearb. Aufl.]. 2014*. Berlin/Bonn. Verfügbar unter https://www.bmi.bund.de/SharedDocs/downloads/DE/publikationen/themen/bevoelkerungsschutz/leitfaden-krisenkommunikation.pdf?__blob=publicationFile&v=4, [abgefragt am] 31.10.2017.
- Bundesrat (2012):** *Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz - AIFM-UmsG)*. Bundesrat. Verfügbar unter <http://dipbt.bundestag.de/dip21/brd/2012/0791-12.pdf>, zuletzt aktualisiert am 2012, [abgefragt am] 23.11.2019.
- Busse, F.-J. (2017):** *Geschlossene Fondsbeteiligungen - Ökonomische Grundsätze*. In: Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht. P. Derleder, K.-O. Knops und H. Georg Bamberger (Hg.). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, S. 897 – 949.

- Buth, A. K.; Hermanns, M. (2010):** *Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten nach dem IDW S6.* In: *DStR - Deutsches Steuerrecht*, 2010 (Heft.-Nr. 6), S. 288 – 293.
- Buth, A. K.; Hermanns, M. (2014a):** *Finanzwirtschaftliche Aspekte bei Fortführung von Krisenunternehmen.* In: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch.* A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 281 – 302.
- Buth, A. K.; Hermanns, M. (2014b):** *Sanierungssteuerrecht.* In: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch.* A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 790 – 819.
- BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019a):** *BVI 2019: DATEN. FAKTEN. PERSPEKTIVEN.* Frankfurt am Main. Verfügbar unter https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Bestellcenter/BVI_5757_2019_Jahrbuch_2019_Gesamt_RZ_WEB.pdf, [abgefragt am] 14.08.2019.
- BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (2019b):** *Vorteile von Fonds.* Hg. v. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. Frankfurt am Main. Verfügbar unter <https://www.bvi.de/kapitalanlage/privatanleger/vermoegensaufbau-mit-fonds/vorteile-von-fonds/>, [abgefragt am] 22.08.2019.
- CBRE Capital Advisors Limited (2017):** *European Commercial Real Estate Finance 2017 Update: CBRE Capital Advisors analysis of trends in Europe's debt market.* Verfügbar unter https://www.cbre.co.uk/-/media/cbre/countryunitedkingdom/documents/8145_cbre%20european%20commercial%20real%20estate%20finance%202017_final.pdf, [abgefragt am] 24.09.2019.
- Crezelius, G. (2016):** *Außergerichtliche Unternehmenssanierung: Steuerrechtliche Folgen der Sanierung.* In: *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung.* K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 340 – 380.
- Crone, A. (2017a):** *Die Unternehmenskrise.* In: *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzierungsinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken,*

- Arbeitsrecht und Verhandlungsführung. A. Crone und H. Werner (Hg.). 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen, S. 3 – 13.
- Crone, A.** (2017b): *Erstellen von Sanierungskonzepten*. In: *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzierungsinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*. A. Crone und H. Werner (Hg.). 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen, S. 65 – 108.
- Crone, A.; Kreide, R.** (2017): *Finanzwirtschaftliche Sanierungsmaßnahmen*. In: *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzierungsinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*. A. Crone und H. Werner (Hg.). 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen, S. 157 – 208.
- Crone, A.; Werner, H.** (Hg.) (2017): *Modernes Sanierungsmanagement: Sanierungskonzepte, Finanzierungsinstrumente, Insolvenzverfahren, Haftungsrisiken, Arbeitsrecht und Verhandlungsführung*. 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Verlag Franz Vahlen.
- David, S.** (2001): *Externes Krisenmanagement aus Sicht der Banken*. Zugl.: *Wien, Wirtschafts-univ., Diss., 2001*. Lohmar, Köln: JOSEF EUL VERLAG.
- d'Avoine, M.** (2014): *Anfechtung und Eigenkapitalersatz: Von der Insolvenzantragspflicht über das Zahlungsverbot zur Haftung*. Unter Mitarbeit von Peter Mazzotti. In: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch*. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 692 – 725.
- Deutsch, T.** (2010): *Der deutsche Sonderweg bei Immobilien*. In: *Börsenzeitung*, 11.03.2010 (Nr. 48). Verfügbar unter <http://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=312&subm=&ressortID=9&spezialID=99&artikelID=21993>, [abgefragt am] 23.11.2019.
- Deutsche Bundesbank** (2017): *Monatsbericht September 2017*. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main. Verfügbar unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/665470/02abccf09b7ebf3c9635b89405ead7e7/mL/2017-09-monatsbericht-data.pdf>, [abgefragt am] 22.08.2019.

- Deutscher Bundestag** (2005): *Entwurf eines Gesetzes zur Beschränkung der Verlustverrechnung im Zusammenhang mit Steuerstundungsmodellen*. Deutscher Bundestag. Drucksache 16/107. Verfügbar unter <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/001/1600107.pdf>, zuletzt aktualisiert am 2005, [abgefragt am] 21.05.2017.
- Dimbath, O.; Ernst-Heidenreich, M.; Roche, M.** (2018): *Praxis und Theorie des Theoretical Sampling: methodologische Überlegungen zum Verfahren einer verlaufsorientierten Fallauswahl*. Mannheim.
- Döring, N.; Bortz, J.** (2016): *Forschungsmethoden und Evaluation in den Sozial- und Humanwissenschaften*. Unter Mitarbeit von Sandra Pöschl-Günther. 5. vollständig überarbeitete, aktualisierte und erweiterte Auflage. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Dresing, T.; Pehl, T.** (2010): *Transkription*. In: Handbuch qualitative Forschung in der Psychologie. G. Mey und K. Mruck (Hg.). 1. Auflage. Wiesbaden: VS Verlag, S. 723 – 733.
- Dresing, T.; Pehl, T.** (2018): *Praxisbuch Interview, Transkription & Analyse: Anleitungen und Regelsysteme für qualitativ Forschende*. 8. Auflage. Marburg: Dr. Dresing und Pehl GmbH.
- Eckhold, T.; Balzer, P.** (2015): *Investmentgeschäft und -vertrieb*. In: Handbuch des Kapitalanlagerechts. H.-D. Assmann (Hg.). 4., neubearb. Aufl. München, München: Beck; Beck-Online (Beck-Online Bücher), S. 1003 – 1068.
- Edelmann, H.** (2015): *Der Schutz des Kapitalanlegers als Verbraucher*. In: Handbuch des Kapitalanlagerechts. H.-D. Assmann (Hg.). 4., neubearb. Aufl. München, München: Beck; Beck-Online (Beck-Online Bücher), S. 60 – 66.
- Eidenmüller, H.** (1999): *Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz: Mechanismen der Unternehmensreorganisation und Kooperationspflichten im Reorganisationsrecht*. Köln: O. Schmidt.
- Eidenmüller, H.** (2009): *Finanzkrise, Wirtschaftskrise und das deutsche Insolvenzrecht: Vortrag, gehalten vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin am 10. Juni 2009*. Berlin: De Gruyter (Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft e. V. Berlin, Heft 187).

- Ernst & Young GmbH** (2017): *Die Investmentfondsbranche in Deutschland*. Verfügbar unter <http://docplayer.org/82618842-Die-investmentfondsbranche-deutschland-mai-2017.html>, [abgefragt am] 20.05.2017.
- Fabarius, W.; Anastassiou, C.** (Hg.) (2014): *ShipPress 2014: Studie über Schiffsfinanzierung*. 2. Aufl. Berlin: Cepharam.
- Falk, B.** (Hrsg.) (2004): *Fachlexikon Immobilienwirtschaft: Mit zahlreichen Tabellen*. 3., aktualisierte und erw. Aufl. Köln: R. Müller (Immobilien-Wissen).
- Faulhaber, P.; Landwehr, N.** (2005): *Turnaround-Management in der Praxis: Umbruchphasen nutzen - neue Stärken entwickeln*. 3., aktualisierte Aufl.
- Fischer, G.** (2015): *Zahlungsunfähigkeit wegen Forderungen im Rang des § 39 Abs. 2 InsO*. In: Festschrift für Bruno M. Kübler zum 70. Geburtstag. R. Bork, G. Kayser und F. Kebekus (Hg.). Unter Mitarbeit von Bruno M. Kübler. München: Beck, S. 137 – 146.
- Flick, U.** (2002): *Qualitative Sozialforschung: Eine Einführung*. Orig.-Ausg., vollst. überarb. und erw. Neuausg., (6. Aufl.). Reinbek bei Hamburg: Rowohlt-Taschenbuch-Verl. (Rororo Rowohlts Enzyklopädie, 55654).
- Flick, U.** (2011): *Triangulation*. Wiesbaden: Springer Fachmedien (Qualitative Sozialforschung).
- Flick, U.; Kardorff, E. von; Steinke, I.** (2010): *Qualitative Forschung: Ein Handbuch*. Orig.-Ausg., 8. Aufl. Reinbek bei Hamburg: Rowohlt-Taschenbuch-Verl. (Rororo Rowohlts Enzyklopädie, 55628).
- Freitag, U.; Ernst, D.** (2005): *Geschlossene Immobilienfonds*. In: Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. J. Schäfer und G. Conzen (Hg.). München: Beck, S. 100 – 122.
- Fröhlich, A.; Bächstädt, C. N.** (2014): *Mergers & Acquisitions bei Krisenunternehmen*. In: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 453 – 487.
- Geurts, M.; Schubert, L.** (2014): *KAGB kompakt: Eine strukturelle Einführung in das neue Investmentrecht*. Köln: Bank-Verlag.

- Gläser, J.; Laudel, G.** (2010): *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse: Als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen*. 4. Aufl. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Glauer, C.** (2014): *Der Minderheitenschutz bei Umstrukturierungen von geschlossenen Fonds in der Krise*. Zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2014. Hamburg: Kovač (Schriftenreihe Schriften zum Handels- und Gesellschaftsrecht, 160).
- Gloßner, S.** (2014): *Unternehmensmobilität im Kontext der Immobilienökonomie – Eine theoretische und empirische Analyse des Mobilitätsverhaltens gewerblicher Mieter in Deutschland*. Zugl.: Regensburg, Universität Regensburg, Diss., 2014. Universitätsbibliothek Regensburg, Regensburg.
- Gondring, H.** (Hrsg.) (2001): *Handbuch Immobilienwirtschaft*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler.
- Grethe, C.** (2010): *Restrukturierung von Krisenunternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften: Theoretische Grundlagen und empirische Analyse*. 1. Auflage. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Hartmann-Wendels, T.** (2013): *Basel III — Auswirkungen auf Banken und Finanzsystem*. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 2013 (Heft.-Nr. S67), S. 72 – 96. Verfügbar unter <https://link.springer.com/article/10.1007/BF03373023>, [abgefragt am] 24.04.2020.
- Hartrott, S.; Goller, S.** (2013): *Immobilienfonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch*. In: *Betriebs-Berater*, 2013 (Heft-Nr. 27), S. 1603 – 1612.
- Heimann, C.; Burgard, U.** (2014): *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*. In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2014 (Heft-Nr. 18), S. 821 – 831. Verfügbar unter <http://www.rechtsprechung.hessen.de/jportal/prev/jzs-WM-2014-18-0821-1>, [abgefragt am] 29.11.2019.
- Herrmanns, M.** (2014a): *Beurteilung von Sanierungskonzepten nach dem IDW S6*. In: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch*. A. K. Buth und M. Herrmanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 119 – 152.
- Herrmanns, M.** (2014b): *Insolvenzantragsgründe*. In: *Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch*. A. K. Buth und M. Herrmanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 565 – 579.

- Hopt, K. J.; Merkt, H.; Baumbach, A. (2008):** *Handelsgesetzbuch: Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht)*. 33., neubearb. u. erw. Aufl. München: Beck (Beck'sche Kurz-Kommentare, Bd. 9).
- Hug, T.; Poscheschnik, G.; Lederer, B. (2010):** *Empirisch forschen: Die Planung und Umsetzung von Projekten im Studium*. [Lizenzausg.]. Konstanz: UVK-Verl.-Ges (UTB Schlüsselkompetenzen, 3357).
- Hüttinger, J. (2015):** *Instrumente zur vorinsolvenzlichen Sanierung des Unternehmensträgers: Stakeholderinteressen - Wirkungsweise - Haftungsrisiken - Reformbedarf*. Zugl.: *Regensburg, Univ., Diss., 2015*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos (Schriften zum gesamten Unternehmensrecht, Bd. 2).
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2018):** *IDW Standard: Anforderungen an Sanierungskonzepte (IDW S6)*. Stand: 16.05.2018. Düsseldorf: IDW Verlag.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2019):** *IDW Standard: Grundsätze ordnungsmäßiger Begutachtung der gesetzlichen Verkaufsunterlagen von Alternativen Investmentfonds (IDW S4)*. Stand: November 2019. Düsseldorf: IDW Verlag.
- Just, T.; Sebastian, S. (2013):** *Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen*. Regensburg: IREBS Institut für Immobilienwirtschaft (Beiträge zur Immobilienwirtschaft Schwerpunkt, Bd. 4).
- Just, T.; Sebastian, S. (2017):** *Offene Fondsbeteiligungen - Ökonomische Grundsätze*. In: *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*. P. Derleder, K.-O. Knops und H. Georg Bamberger (Hg.). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, S. 847 – 862.
- Just, T.; Voigtländer, M.; Eisfeld, R.; Henger, R.; Hesse, M.; Toschka, A. (2017):** *Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017*. Berlin, Wiesbaden: gif – Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V., DV – Deutsche Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e. V., BID – Bundesarbeitsgemeinschaft Immobilienwirtschaft Deutschland, Haus & Grund Deutschland (2017).
- Kaiser, R. (2014):** *Qualitative Experteninterviews: Konzeptionelle Grundlagen und praktische Durchführung*. Wiesbaden: Springer VS (Elemente der Politik)).

- Kemper, R.** (2014): *Restrukturierungs-/Sanierungsmöglichkeiten aus Sicht der finanzierenden Bank*. In: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 45 – 65.
- Kind, S.** (2013a): *Finanzaufsichtsrechtliche Erlaubnispflichten für geschlossene Fonds*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds. J. Lüdicke und J.-H. Arndt (Hg.). 6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl. München: Beck, S. 177 – 194.
- Kind, S.** (2013b): *Prospekthaftung und allgemeine Beraterhaftung*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds. J. Lüdicke und J.-H. Arndt (Hg.). 6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl. München: Beck, S. 143 – 175.
- King, R. C.** (1999): *Real Estate Investment Trusts, offene und geschlossene deutsche Immobilienfonds: Eine rechtsvergleichende Untersuchung zur Zukunft der Immobilienfonds*. 1. Auflage. München: Logomed Verlag.
- Klug, W.** (2009): *Offene Immobilienfonds: Zeit für stabile Werte*. 2., überarb. Aufl., rev. Fassung. Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag.
- Knecht, T. C.** (2014): *Distressed Investments*. In: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 380 – 429.
- Knecht, T. C.; Haghani, S.** (2014): *Bilanzielle Restrukturierung und Financial Covenants*. In: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 345 – 378.
- Kobabe, R.** (2013): *Geschlossene Fonds in Deutschland nach den Regelungen des KAGB*. In: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg; Tagungsband. München: Beck, S. 331 – 362.
- Kraus, K.-J.** (2014): *Sanierungskonzepte und Umsetzungsmanagement einer nachhaltigen Unternehmenssanierung*. In: Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz: Handbuch. A. K. Buth und M. Hermanns (Hg.). 4., vollst. neu bearb. Aufl. München: Beck, S. 67 – 91.

- Kunath, A.** (2005): *Fondsinitiatoren*. In: Handbuch Immobilien-Investitionen. K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel und M. Thomas (Hg.). 2., vollständig überarbeitete Auflage. Köln: Rudolf Müller, S. 151 – 172.
- Kurzrock, B.-M.** (2012): *Eigenschaften von Immobilienanlagen*. In: Immobilienwirtschaftslehre: Ökonomie. N. B. Rottke und M. Voigtländer (Hg.). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, S. 615 – 641.
- Lamnek, S.** (1995): *Qualitative Sozialforschung*. 3., korrigierte Aufl. Weinheim: Beltz, PsychologieVerlagsUnion.
- Lamnek, S.** (2010): *Qualitative Sozialforschung: Lehrbuch*. 5., überarb. Aufl. Weinheim, Basel: Beltz.
- Lindmayer, K. H.; Dietz, H.-U.** (2015): *Geldanlage und Steuern 2015: Sichern der Erträge in der Niedrigzinsphase*. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Löhr, S. Franz** (2018): *Betrügerisches Verhalten bei geschlossenen Fonds. Dissertation*. Universitätsverlag Chemnitz; Universitätsbibliothek, Chemnitz.
- Loipfinger, S.** (2004): *Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2004: Geschlossene Immobilienfonds, Immobilien- und Mobilien-Leasingfonds, Schiffsbeteiligungen, New Energy Fonds, Medienfonds, Private Equity Publikumsfonds, Sonstige Spezialitätenfonds*. Griesstätt: Loipfinger.
- Loipfinger, S.** (2006): *Der Immobilienbrief: Fakten-Meinungen-Tendenzen. Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006*. Rheda-Wiedenbrück: Research Medien AG.
- Loipfinger, S.** (2019): *Marktstudie geschlossene Publikums-AIF und Vermögensanlagen 2019*. Rosenheim: investmentcheck.de.
- Loipfinger, S.; Nickl, L.; Richter, U.** (1997): *Geschlossene Immobilienfonds: Grundlagen, Analyse, Bewertung*. 3., überarb. Aufl. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag.
- Lorentzen, N.** (2012): *Kurzstudie: Sanierungsgefahr bei Immobilienfonds – Aktuelle Analyse*. Hamburg: Deutsche Fondsresearch GmbH.
- Loritz, K.-G.; Pfnür, A.** (2006): *Der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland: Konstruktion und Zukunftsperspektiven in Deutschland aus juristischer und ökonomischer*

- Sicht*. Frankfurt am Main, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien: Lang (Immobilienwirtschaftliche Forschungen in Theorie und Praxis, Bd. 3).
- Lüdicke, J.** (2013): *Einführung - Marktübersicht*. In: Geschlossene Fonds: Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds. J. Lüdicke und J.-H. Arndt (Hg.). 6., völlig neu bearb. u. erw. Aufl. München: Beck, S. 1 – 5.
- Lüdicke, J.** (2016): *Geschlossene Immobilienfonds*. In: Immobilienwirtschaftslehre: Recht. N. B. Rottke, A. Goepfert und K. Hamberger (Hg.). Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, S. 603 – 640.
- Lütgert, G.** (2004): *Was ist eigentlich der Unterschied zwischen Fondsverwaltung und Hausverwaltung?*, 2004, S. 11–12. Verfügbar unter https://www.audaxa.de/sites/default/files/shared/presse/200508_artikel_fondszeitung.pdf, [abgefragt am] 24.11.2019.
- Mahler, K.** (2008): *Logistikimmobilien: Optimierung des Investment- und Logistikerfolges*. 1. Auflage. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV (Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 45).
- Markowitz, H.** (1952): *Portfolio Selection*. In: *The Journal of Finance*, 1952 (7), S. 77 – 91. Verfügbar unter <https://www.jstor.org/stable/2975974>, [abgefragt am] 16.08.2019.
- Martin, S.; Scherer, N.; Hube, D.; Scheer, G.** (2016): *Grauer Kapitalmarkt: Anlegerschutz durch Strafrecht?* Frankfurt am Main, Bern, Bruxelles, New York, NY, Oxford, Warszawa, Wien: PL Academic Research.
- Matthey, D.** (2005): *Immobilien-AG*. In: Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. J. Schäfer und G. Conzen (Hg.). München: Beck, S. 141 – 161.
- Mayer, H. O.** (2002): *Interview und schriftliche Befragung: Entwicklung, Durchführung und Auswertung*. München: Oldenbourg.
- Mayer, H. O.** (2009): *Interview und schriftliche Befragung: Entwicklung, Durchführung und Auswertung*. 5., überarb. Aufl. München: Oldenbourg.
- Mayring, P.** (2002): *Einführung in die qualitative Sozialforschung*. 5. Aufl. Weinheim: Beltz.

- Mayring, P.** (2015): *Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken*. 12., überarb. Aufl. Weinheim: Beltz.
- Mayring, P.** (2016): *Einführung in die qualitative Sozialforschung*. 6., neu ausgestattete, überarbeitete Aufl. Weinheim: Beltz.
- Merten, K.** (2014): *Krise, Krisenmanagement und Krisenkommunikation*. In: Handbuch Krisenmanagement. A. Thießen (Hg.). 2. Aufl. Wiesbaden: Springer VS, S. 155 – 175.
- Meuser, M.; Nagel, U.** (2009): *Das Experteninterview - konzeptionelle Grundlagen und methodische Anlage*. In: Methoden der vergleichenden Politik- und Sozialwissenschaft: neue Entwicklungen und Anwendungen. Wiesbaden: VS, Verlag für Sozialwissenschaften, S. 465 – 479.
- Möhrle, H.** (Hrsg.) (2016): *Krisen-PR: Risiken und Krisen souverän managen: Das Handbuch der Kommunikationsprofis*. 3., überarbeitete und aktualisierte Auflage. Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Neusel, T.; Schirp, W. Julius; Kondert, K.** (2005): *Fonds in Not - Anleger in der Falle: Erfolgreicher Umgang mit geschlossenen Fonds in der Krise*. Wien: Linde (Linde international).
- Niering, C.; Hillebrand, C.** (2012): *Wege durch die Unternehmenskrise: Sanieren statt Liquidieren; ein Praxisleitfaden für Steuerberater und Rechtsanwälte*. 3., überarb. u. erw. Aufl. Köln: Deubner (Praxiswissen kompakt)).
- Niewerth, J.; Rybarz, J.** (2013): *Änderung der Rahmenbedingungen für Immobilienfonds – das AIFM-Umsetzungsgesetz und seine Folgen*. In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2013 (Heft.-Nr. 25), S. 1145 – 1200. Verfügbar unter <https://beck-online.beck.de/Dokument?vpath=bib-data%2Fzeits%2Fwm%2F2013%2Fcont%2Fwm.2013.1154.1.htm&anchor=Y-300-Z-WM-B-2013-S-1154&readable=2&VorgaengerDokumentStrefter3=Aufsatz%20von%20Pape&VorgaengerDokumentFullName=bib-data%2Fzeits%2Fwm%2F2013%2Fcont%2Fwm.2013.1145.1.htm>, [abgefragt am] 12.12.2019.
- Nowak, M.** (2005): *Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs für die private Vermögensbildung und Altersvorsorge*. Norderstedt: Books on Demand.

- Otto, P.** (1988): *Stellung der Bank bei der Finanzierung von Immobilienanlagen. Zugl.: Münster (Westfalen), Univ., Diss., 1988*. Berlin: Duncker u. Humblot (Münsterische Beiträge zur Rechtswissenschaft: Bd. 33)).
- Pauw, D.** (2016): *Sanierung geschlossener Publikumsfonds*. Frankfurt am Main: Lang Peter Frankfurt (Schriften zum Verfahrensrecht: Bd. 56)).
- Pelikan, E.** (2007): *Chancen mit Geschlossenen Fonds: Attraktive Renditen und effektive Risikosteuerung für das private Portfolio*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Pluta, M.; Keller, C.** (2015): *Grundlagen und Probleme der Sanierung geschlossener Immobilienfonds*. In: Festschrift für Bruno M. Kübler zum 70. Geburtstag. R. Bork und B. M. Kübler (Hg.), S. 523 – 537.
- Portisch, W.** (2014): *Sanierung und Insolvenz aus Bankensicht*. 3. Aufl. München: De Gruyter Oldenbourg.
- Portisch, W.; Ifftner, A.; Düerkop, C.** (2008): *Erfolgsfaktor Sanierungsgutachten: Empirische Untersuchung zur Qualität von Sanierungsgutachten in Anlehnung an die Einhaltung der Grundsätze ordnungsgemäßer Sanierungskonzepte (GoS)*. In: *Bank-Praktiker: rechtssicher, revisionsfest, risikogerecht*, 2008 (Heft.-Nr. 11), S. 494 – 501.
- Prinz, U.; Axhausen, M.** (Hg.) (2014): *Beck'sches Handbuch der GmbH: Gesellschaftsrecht - Steuerrecht*. 5., vollst. überarb. und erw. Aufl. München: Beck.
- Rebitzer, D.** (2005): *Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestitionen sowie Immobilieninvestoren*. In: *Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen*. J. Schäfer und G. Conzen (Hg.). München: Beck, S. 1 – 38.
- Rebitzer, D.** (2016): *Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestitionen sowie Immobilieninvestoren*. In: *Praxishandbuch Immobilien-Investitionen: Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung*. J. Schäfer und G. Conzen (Hg.). 3. Auflage. München: C.H. Beck, S. 1 – 43.
- Rehugler, H.** (Hrsg.) (2009): *Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt*. München: Oldenbourg.
- Ross, S. A.; Westerfield, R.; Jaffe, J. F.** (2005): *Corporate finance*. 7. ed., internat. ed. (The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate)).

- Rottke, N. B.; Krautz, S. (2017):** *Investition in Wohnimmobilien*. In: Wohnimmobilien: Lebenszyklus, Strategie, Transaktion. D. Arnold, N. B. Rottke und R. Winter (Hg.). Wiesbaden: Springer Gabler, S. 775 – 832.
- Rüschén, T. (2009):** *Geschlossene Immobilienfonds*. In: Kapitalanlage mit Immobilien: Produkte - Märkte - Strategien. M. Brunner (Hg.). Wiesbaden: Gabler.
- Schäfer, C. (2012):** *Sanierung geschlossener Fonds*. In: Stärkung des Anlegerschutzes: Neuer Rechtsrahmen für Sanierungen; Bankrechtstag 2011. Berlin: De Gruyter (Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, Bd. 33), S. 81 – 93.
- Schäfer, J.; Scholz, A.; Schulte, K.-M.; Volkens, H. V. (2016):** *Immobilien-AG*. In: Praxishandbuch Immobilien-Investitionen: Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung. J. Schäfer und G. Conzen (Hg.). 3. Auflage. München: C.H. Beck, S. 109 – 147.
- Schellberg, B. (2008):** *Sanierungsmanagement: Sofortmaßnahmen in der Unternehmenskrise*. Berlin: Schmidt (Management und Wirtschaft Praxis, Bd. 78).
- Schellberg, B. (2017):** *Sanierungsmanagement: Sofortmaßnahmen in der Unternehmenskrise*. 2., neu bearbeitete Auflage. Berlin (Management und Wirtschaft Praxis, Bd. 78).
- Schelling, H. (2013):** *Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung: Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht*. Zugl.: Hannover, Univ., Diss., 2012/13. Berlin: Duncker & Humblot (Abhandlungen zum deutschen und europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Bd. 73).
- Schleich, H. (2012):** *Sustainable property portfolio management: With special consideration of energy efficiency improvements in the property portfolio stock*. Zugl.: Regensburg, Univ., Diss. 1. Aufl. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV (Schriften zur Immobilienökonomie, 61).
- Schmidt, K. (2002):** *Gesellschaftsrecht*. 4., völlig neu bearb. und erw. Aufl. Köln, München [u. a.]: Heymann.
- Schmidt, K. (2016):** *Sanierung und Zerschlagung als alternative Ziele des Insolvenzverfahrens: Zwecke und Ziel des Insolvenzverfahrens*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt,

M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage.
Köln: Otto Schmidt, S. 427 – 430.

Schmidt, K.; Brinkmann, M. (2016): *Das Insolvenzeröffnungsverfahren: Insolvenzgründe*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 441 – 491.

Schmidt, K.; Brinkmann, M.; Uhlenbruck, W. (Hg.) (2016a): *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung*. 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt.

Schmidt, K.; Sinz, R.; Schluck-Amend, A. (2016b): *Krisenvermeidung, Krisenfrüherkennung und Krisenbewältigung: Krisenvorsorge*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 9 – 65.

Schmidt, K.; Uhlenbruck, W.; Wittig, A.; Moll, W.; Crezelius, G. (2003): *Sanierung ohne Insolvenzverfahren*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt und G. Crezelius (Hg.). 3., neu bearb. Aufl. Köln: Schmidt, S. 162 – 307.

Schmidt, K.; Unverdorben, M.; Kuder, K.; Vallender, H. (2016c): *Außergerichtliche Unternehmenssanierung: Externe Sanierung*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 284 – 339.

Schneider, A. (2009): *Immobilienfondsbeteiligungen in der Rückabwicklung: Möglichkeiten und Folgen der außerordentlichen Beendigung der Beteiligung an einer*

Publikumspersonengesellschaft am Beispiel geschlossener Immobilienfonds. Zugl.: Berlin, Freie Univ., Diss., 2009. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Lang (Europäische Hochschulschriften Reihe 2, Rechtswissenschaft, 4898).

Schulte, K.-W.; Holzmann, C. (2005): *Investitionen in Immobilien*. In: Handbuch Immobilien-Investitionen. K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel und M. Thomas (Hg.). 2., vollständig überarbeitete Auflage. Köln: Rudolf Müller, S. 21 – 44.

Scope Analysis GmbH (2013): *Emissionsführer: Geschlossene Fonds - Februar bis Mai 2013*. Berlin.

Sebastian, S.; Steininger, B.; Wagner-Hauber, M. (2012): *Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen*. Regensburg: IREBS Institut für Immobilienwirtschaft (Beiträge zur Immobilienwirtschaft Schwerpunkt, 2).

Sebastian, S. P. (2003): *Liquiditätstransformation durch Immobilien- Investmentgesellschaften: Theoretische Fundierung und Implikationen für Gestaltung von Immobilienfonds in der Praxis*. Regensburg: University of Regensburg - International Real Estate Business School (IREBS).

Sinz, R. (2016): *Krisenvermeidung, Krisenfrüherkennung und Krisenbewältigung: Begriff und Ursache der Krise*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 1 – 8.

Sotelo, R. (2010): *Anmerkungen zur Finanzkrise aus immobilienökonomischer Sicht*. In: *Wirtschaft und Verbände*, 2010 (Heft.-Nr. 53), S. 82 – 92. Verfügbar unter http://www.prewest.de/fileadmin/Redaktion/PDF/GuT_Heft_53_2010_S.69-164.pdf, [abgefragt am] 24.11.2019.

Spliedt, J. D. (2016): *Eigenverwaltung und Schutzschirmverfahren: Insolvenz- und haftungsrechtliche Besonderheiten*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann

und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 959 – 1040.

Statistisches Bundesamt (2018a): *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen: Anlagevermögen nach Sektoren*. Wiesbaden. Verfügbar unter https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Vermoegensrechnung/anlagevermoegen-sektoren-5816101187004.pdf?__blob=publicationFile, [abgefragt am] 11.08.2019.

Steffens, K.-H.; Dreßler, C. (2014): *Praxishandbuch Schiffsfonds*. Berlin/Boston: De Gruyter (De Gruyter Praxishandbuch)).

Steinke, L. (2014): *Kommunizieren in der Krise: Nachhaltige PR-Werkzeuge für schwierige Zeiten*. Wiesbaden: Springer Gabler.

Stöhr, A. (2009): *Haftung der Banken wegen fehlgeschlagener Immobilienfinanzierung*. Zugl.: Marburg, Univ., Diss., 2009. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos (Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Bd. 10).

Strunkheide, N. (2004): *Optimierung von Portfolios international investierender Immobilienfonds*. Zugl.: Frankfurt (Main), Hochschule für Bankwirtschaft, Diplomarbeit, 2004. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Bankakad.-Verl. (Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebslehre, Bd. 24).

Trübstein, M. (Hrsg.) (2012): *Praxishandbuch Immobilieninvestments: Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler.

Uhlenbruck, W. (2009): *Externe Sanierung: Begriff und Sanierungsbeiträge der Gesellschaftsgläubiger*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt und G. Crezelius (Hg.). 4. neu bearb. u. erw. Aufl. Köln: Otto Schmidt, S. 247 – 255.

Uhlenbruck, W. (2016a): *Chancen und Grenzen einer außergerichtlichen (freien) Sanierung*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 153 – 158.

- Uhlenbruck, W.** (2016b): *Sanierung und Zerschlagung als alternative Ziele des Insolvenzverfahrens: Sanierung im Insolvenzverfahren*. In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt, M. Brinkmann und W. Uhlenbruck (Hg.). 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage. Köln: Otto Schmidt, S. 431- 439.
- Voigt, F.; Busse, U.** (2013): *Die Übergangsvorschriften für geschlossene Fonds nach dem Regierungsentwurf zum AIFM-Umsetzungsgesetz*. In: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2013 (Heft.-Nr. 5), S. 177 – 220. Verfügbar unter <https://beck-online.beck.de/?vpath=bib-data%2fzeits%2fBKR%2f2013%2fcont%2fBKR%2e2013%2e184%2e1%2ehtm>, [abgefragt am] 12.12.2019.
- Voigtländer, M.; Demary, M.; Gans, P.; Meng, R.; Schmitz-Veltin, A.; Westerheide, P.** (2009): *Wirtschaftsfaktor Immobilien: Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive*. Wiesbaden: Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e. V. und Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (Zeitschrift für Immobilienökonomie Sonderausgabe, 2009).
- Voigtländer, M.; Henger, R.; Haas, H.; Schier, M.; Just, T.; Bienert, S. et al.** (2013): *Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013: Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft*. Berlin, Wiesbaden: Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e. V. und Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013).
- Voigtmann, M.** (2010): *Geschlossene Fonds: Sachwert-Alternativen ohne Bank & Co.* 1. Aufl. München: FinanzBuch Verlag (Simplified-Buchreihe).
- Vornholz, G.** (2014): *VWL für die Immobilienwirtschaft*. 2., aktualisierte und erweiterte Auflage. 1 Band. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag (Studientexte Real Estate Management)).
- Wagner, K.-R.** (1999): *Umsetzung von Krisenmanagement bei notleidenden geschlossenen Immobilienfonds*. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 1999 (Heft.-Nr. 18), S. 853 – 908. Verfügbar unter <https://beck->

online.beck.de/Dokument?vpath=bib-
data%2Fzeits%2Ffzg%2F1999%2Fcont%2Ffzg.1999.868.1.htm&anchor=Y-300-Z-
NZG-B-1999-S-868-N-1, [abgefragt am] 13.12.2019.

Wagner, K.-R. (2000): *Ausstieg aus fremdfinanzierten geschlossenen Immobilienfonds per HWiG, VerbrKrG, Anlageberatungshaftung und Prospekthaftung*. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2000 (Heft.-Nr. 4), S. 169 – 224. Verfügbar unter <https://beck-online.beck.de/?vpath=bib-data%2fzeits%2fNZG%2f2000%2fcont%2fNZG%2e2000%2e169%2e1%2ehtm>, [abgefragt am] 13.12.2019.

Wagner, K.-R. (2015a): *Die Beteiligung an Publikums-Kommanditgesellschaften*. In: Handbuch des Kapitalanlagerechts. H.-D. Assmann (Hg.). 4., neubearb. Aufl. München, München: Beck; Beck-Online (Beck-Online Bücher), S. 835 – 911.

Wagner, K.-R. (2015b): *Entwicklung am Markt für unverbriefte Kapitalanlagen*. In: Handbuch des Kapitalanlagerechts. H.-D. Assmann (Hg.). 4., neubearb. Aufl. München, München: Beck; Beck-Online (Beck-Online Bücher), S. 708 – 834.

Wagner, K.-R.; von Heymann, E. (2003): *Umgang mit noteidende geschlossene Immobilienfonds*. In: *WM*, 2003, S. 2222 - 2232 (Teil I) und S. 2257 - 2266 (Teil II).

Walch, M. (2006): *Die Sanierung der Immobilienfondsgesellschaft*. Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2005. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos (Schriften zum Insolvenzrecht, 11).

Waltenbauer, G. (2015): *KAGB und geschlossene Fonds – Marktveränderungen und Chancen für europaweiten Vertrieb*. In: *Zeitung für das gesamte Kreditwesen*, 2015 (Heft.-Nr. 2), S. 28 – 29.

Walz, E.; Walbröhl, V. (2005): *Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen*. In: Handbuch Immobilien-Investitionen. K.-W. Schulte, S. Bone-Winkel und M. Thomas (Hg.). 2., vollständig überarbeitete Auflage. Köln: Rudolf Müller, S. 173 – 201.

Watzl, M. (2014): *"Sanieren oder Ausscheiden" - eine rechtsformübergreifende Betrachtung*. Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2013. Hamburg: Kovač (Schriftenreihe Schriften zum Handels- und Gesellschaftsrecht, 153).

Werner, T. (2009): *Ökologische Investments: Chancen und Risiken grüner Geldanlagen*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag.

Wittig, A. (2009): *Externe Sanierung: Die Rolle der Banken.* In: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz: Gesellschaftsrecht, Insolvenzrecht, Steuerrecht, Arbeitsrecht, Bankrecht und Organisation bei Krisenvermeidung, Krisenbewältigung und Abwicklung. K. Schmidt und G. Crezelius (Hg.). 4. neu bearb. u. erw. Aufl. Köln: Otto Schmidt, S. 255 – 293.

Wollenhaupt, M.; Beck, R. (2013): *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB): Überblick über die Neuregelung des deutschen Investmentrechts nach der Umsetzung der AIFM-RL.* In: *Der Betrieb*, 2013 (Heft.-Nr. 35), S. 1950 – 1959.

Zander, O.; Verfürth, L. C.; Steinkopff, P.; Renz, H.; Marxsen, S.; Marbeiter, A. et al. (2013): *Compliance für geschlossene Fonds: Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt.* Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Onlinequelle

Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019a): *DIMAX Titelliste.* Hg. v. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG. Stuttgart. Verfügbar unter https://www.privatbank.de/vermoegen/e-g-immobilienaktien?file=files/media/04_Privatbank/01_Redaktion_1/00_Downloads/EPIX-ERIX-DIMAX/DIMAX-Titel.pdf, zuletzt aktualisiert am 28.12.2018, [abgefragt am] 17.08.2019.

Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019b): *DIMAX vs. DAX.* Hg. v. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG. Stuttgart. Verfügbar unter https://www.privatbank.de/vermoegen/e-g-immobilienaktien?file=files/media/04_Privatbank/01_Redaktion_1/00_Downloads/EPIX-ERIX-DIMAX/Dimax_vs_Dax.xls, zuletzt aktualisiert am 28.12.2018, [abgefragt am] 17.08.2019.

Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c): *Marktkapitalisierung DIMAX: aufgeteilte nach AGs und REITs.* Zur Verfügung gestellt durch das Bankhaus Ellwanger & Geiger AG. Stuttgart.

Beck, H. (2005): *Viele Anleger sind in ihrer Existenz bedroht.* In: *Frankfurter Zeitung FAZ.net*, 01.09.2005. Verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/geschlossene-immobilienfonds-viele-anleger-sind-in-ihrer-existenz-bedroht-1254583.html>, [abgefragt am] 21.05.2017.

Berwanger, J. (2013): *Haft einlage*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH. Verfügbar unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/hafteinlage-35878/version-173855>, zuletzt aktualisiert am 26.02.2013, [abgefragt am] 09.05.2020.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013): *Häufige Fragen zu den Übergangsvorschriften nach den §§ 343 ff. des KAGB: Geschäftszeichen WA 41-Wp 2137-2013/0343*. Hg. v. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Verfügbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_kagb_uebergangsvorschriften_130618.html;jsessionid=2D6E5878CC7680485E7468C19C511F4D.2_cid363?nn=7845970#doc7853250bodyText21, [abgefragt am] 09.04.2018.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2013): *Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens": Geschäftszeichen Q 31-Wp 2137-2013/0006*. Verfügbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html, zuletzt aktualisiert am 09.03.2015, [abgefragt am] 23.11.2019.

Bundesministerium der Finanzen (2010a): *Basel III: Strengere Kapitalvorschriften für Banken: Banken müssen einen größeren Puffer für Krisen anlegen*. Berlin. Verfügbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach_erklaert/2010-09-20-basel-III-strengere-kapitalvorschriften-fuer-banken.html, zuletzt aktualisiert am 20.09.2010, [abgefragt am] 25.09.2019.

Bundesministerium der Finanzen (2010b): *Was ist Basel III ?* Berlin. Verfügbar unter https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach_erklaert/2010-11-04-einfach-erklaert-basel-III-flash-infografik.html, zuletzt aktualisiert am 04.11.2010, [abgefragt am] 25.09.2019.

Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. (2014): *BRANCHENZAHLEN 2013*. Hg. v. Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V. Frankfurt am Main. Verfügbar unter http://www.sachwerteverband.de/fileadmin/downloads/zahlen/branchenzahlen/branchenzahlen_2013/Branchenzahlen_2013_20142503_Final.pdf, [abgefragt am] 22.08.2019.

Bundeszentrale für politische Bildung (2016): *Aufbau Ost: in: Duden Wirtschaft von A bis Z: Grundlagenwissen für Schule und Studium, Beruf und Alltag*. Hg. v. Bundeszentrale für politische Bildung. Bonn. Verfügbar unter <http://www.bpb.de/nachschlagen/lexika/lexikon-der-wirtschaft/18713/aufbau-ost>, [abgefragt am] 21.05.2017.

Deutsche Bundesbank (2019a): *Fondsvermögen insgesamt*. Hg. v. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main. Zeitreihe BBSF2.M.1.G.00000.IMM01.I.F.NAV.Z5.00000.000000.Z01.00: Geschlossene Investmentvermögen / Geschlossene Immobilienfonds / Fondsvermögen insgesamt. Verfügbar unter https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?listId=www_skms_geschl_ifs_immo&treeAnchor=BANKEN&statisticType=BBK_ITS&tsId=BBSF2.M.1.G.00000.IMM01.I.F.NAV.Z5.00000.000000.Z01.00, [abgefragt am] 04.09.2019.

Deutsche Bundesbank (2019b): *Investmentgesellschaften: Investmentfonds mit Sitz in Deutschland*. Hg. v. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main. Verfügbar unter <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/banken-und-andere-finanzielle-unternehmen/investmentgesellschaften/tabellen-772364>, zuletzt aktualisiert am August 2019, [abgefragt am] 25.09.2019.

Deutsche Bundesbank (2019c): *Mittelzuflüsse*. Hg. v. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main. Zeitreihe BBSF2.M.1.G.00000.IMM01.I.F.MIZ.Z5.00000.000000.Z01.00: Geschlossene Investmentvermögen / Geschlossene Immobilienfonds / Mittelzuflüsse. Verfügbar unter https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?listId=www_skms_geschl_ifs_immo&tsTab=0&treeAnchor=BANKEN&statisticType=BBK_ITS&tsId=BBSF2.M.1.G.00000.IMM01.I.F.MIZ.Z5.00000.000000.Z01.00&id=0, [abgefragt am] 18.09.2019.

dpa (2015a): *Anklage im Immobilienskandal steht*. In: *Handelsblatt online*, 20.01.2015. Verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/steuern-recht/recht/sundk-gruppe-anklage-im-immobilienskandal-steht/11253812.html>, [abgefragt am] 21.12.2019.

- dpa** (2015b): *Anklage im Immobilienskandal steht*. Verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/recht-steuern/anleger-und-verbraucherrecht/sundk-gruppe-anklage-im-immobilienskandal-steht/11253812.html>, zuletzt aktualisiert am 20.01.2015, [abgefragt am] 30.09.2019.
- Endlweber, A.** (2013): *Dr. Peters muss 14 Schiffsfonds in die Insolvenz schicken*. FONDS professionell Multimedia GmbH. Verfügbar unter <https://www.fondsprofessionell.de/news/uebersicht/headline/dr-peters-muss-14-schiffsfonds-in-die-insolvenz-schicken-110028/>, zuletzt aktualisiert am 30.07.2013, [abgefragt am] 20.01.2020.
- EU-Kommission** (2011a): *Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*. Verfügbar unter https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf, [abgefragt am] 12.12.2019.
- EU-Kommission** (2011b): *FAQ der EU-Kommission Richtlinie 2011/61/EU, Question ID 1188 (betreffend Art. 61 Abs. 3)*. Verfügbar unter <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionID=1188>, [abgefragt am] 08.04.2018.
- Finanztest** (2015): *Schlimme Bilanz*. In: *Stiftung Warentest*, 14.09.2015 (bzw. 10/2015), S. 43 – 47. Verfügbar unter <https://www.test.de/Geschlossene-Fonds-Die-schlimme-Bilanz-einer-Branche-4910691-0/>, [abgefragt am] 10.08.2019.
- Fleig, J.** (2013): *Krisenkommunikation: In der Krise offen, ehrlich und glaubwürdig sein*. In: *business-wissen.de*, 14.10.2013. Verfügbar unter <https://www.business-wissen.de/artikel/krisenkommunikation-in-der-krise-offen-ehrlich-und-glaubwuerdig-sein/>, [abgefragt am] 06.08.2017.
- Haarmeyer, H.** (2008): *Guter Rat bei Insolvenz: Problemlösungen für Schuldner und Gläubiger: III. Der rechtliche Rahmen für die Krisenbewältigung*. 3. Auflage. München: Deutscher Taschenbuch Verlag.
- Helms, N.** (2020): *Financial Covenants*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH. Verfügbar unter <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/financial-covenants-53572>, [abgefragt am] 09.05.2020.

- IDW Verlag GmbH** (2017): *Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Anforderungen an Sanierungskonzepte (IDW ES 6 n. F.)*. Hg. v. IDW Verlag GmbH. IDW Verlag GmbH. Düsseldorf. Verfügbar unter <https://www.idw.de/blob/103770/63e0d990f527a23b930d6ca7f51563ec/idw-es-6-nf-data.pdf>, [abgefragt am] 15.04.2018.
- Jochims, D.** (2013): *Vielen Fonds drohen ernsthafte Probleme*. In: *Handelsblatt online*, 19.08.2013. Verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/ratgeber-hintergrund/geschlossene-beteiligungen-vielen-fonds-drohen-ernsthafte-probleme/8619996.html>, [abgefragt am] 07.01.2018.
- Mardini, T.** (2014): *Gewerbliche Prägung und Entprägung von geschlossenen Fonds – sticht Aufsichtsrecht das Steuerrecht?* In: *Handelsblatt online*, 15.05.2014. Verfügbar unter <https://blog.handelsblatt.com/steuerboard/2014/05/15/gewerbliche-pragung-und-entpragung-von-geschlossenen-fonds-sticht-aufsichtsrecht-das-steuerrecht/>, [abgefragt am] 30.09.2019.
- Mikosch, B.** (2018): *Offene Immobilienfonds: So verwirrend ist der neue Kostenausweis*. In: *FONDS professionell online*, 30.05.2018. Verfügbar unter <https://www.fondsprofessionell.de/news/produkte/headline/offene-immobilienfonds-so-verwirrend-ist-der-neue-kostenausweis-143647/>, [abgefragt am] 04.10.2019.
- Neumann, M. J.** (2004): *Nachschusspflicht bei geschlossenen Immobilienfonds*. Verfügbar unter http://www.notar-neumann.de/publikationen/pdf/publikat_cont7_neu.pdf, [abgefragt am] 06.11.2019.
- o. V.** (2013): *Immobilienfonds: Auf das Konzept und den Anbieter kommt es an!* In: *wallstreet:online*, 2013. Verfügbar unter <https://www.wallstreet-online.de/spezial/anlegerschutz/immobilienfonds>, [abgefragt am] 23.11.2019.
- Reichel, R.** (2015a): *Letzter Ausweg Börse: Anteilsverkäufe über den Zweitmarkt haben so manchem Schiffsfonds Anleger nach langer Durststrecke doch noch zu Gewinnen verholfen. Dabei gibt es aber auch immer wieder große Risiken*. In: *Handelsblatt online*, 23.04.2015. Verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/fonds-etf/schiffsfonds-letzter-ausweg-boerse/11675770.html>, [abgefragt am] 25.01.2020.

- Reichel, R.** (2015b): *Privatanleger verkaufen oft zu billig: Die Bewertung von Kommanditbeteiligungen ist nur sehr versierten Privatanlegern möglich. Anteilsanbieter riskieren zu billig zu verkaufen.* In: *Handelsblatt online*, 22.04.2015. Verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/preisfindung-privatanleger-verkaufen-oft-zu-billig/11675772.html>, [abgefragt am] 23.11.2019.
- Rottwilm, C.; Müller, E.** (2013): *Ex-Branchengröße DCM ist pleite.* In: *Manager Magazin*, 03.04.2013. Verfügbar unter <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-892344.html>, [abgefragt am] 21.12.2019.
- Schubert, O.** (2020): *Überschuldung.* Schöneiche bei Berlin. Verfügbar unter <https://in-soguide.de/ueberschuldung>, [abgefragt am] 07.10.2019.
- Schulte, H. Maria** (2014): *Verfahren gegen Ex-Wölbern-Chef kommt ins Rollen.* In: *Handelsblatt online*, 12.03.2014. Verfügbar unter <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/heinrich-maria-schulte-verfahren-gegen-ex-woelbern-chef-kommt-ins-rollen/9605372.html>, [abgefragt am] 21.12.2019.
- Scope Analysis GmbH** (2011): *Nicht so teuer wie ihr Ruf: Langzeit-Kostencheck zeigt Konkurrenzfähigkeit Geschlossener Fonds mit anderen Assetklassen.* Berlin. Verfügbar unter <http://docplayer.org/20238010-Nicht-so-teuer-wie-ihr-ruf-scopeanalysis-langzeit-kostencheck-zeigt-konkurrenzfaehigkeit-geschlossener-fonds-mit-anderen-assetklassen.html>, [abgefragt am] 30.10.2019.
- Scope Analysis GmbH** (2015): *ANALYSISKOMPAKT ASSET BASED FINANCE: Anfängliche Weichkosten geschlossener Immobilien-AIF sinken.* In: *aktiencheck.de*. Verfügbar unter https://m.aktiencheck.de/exklusiv/Artikel-Anfaengliche_Weichkosten_geschlossener_Immobilien_AIF_sinken-6237718.
- Scope Analysis GmbH** (2018a): *Offene Immobilienfonds in der Abwicklung: Ergebnisse der Fondsliquidation.* Berlin. Verfügbar unter <https://www.scopeanalysis.com/#study/list>, zuletzt aktualisiert am 27.03.2018, [abgefragt am] 16.08.2019.
- Scope Analysis GmbH** (2018b): *Offene Immobilienfonds Marktstudie und Ratings 2018.* Hg. v. Scope Analysis GmbH. Berlin. Verfügbar unter <https://www.fundresearch.de/fundresearch-wAssets/partnercenter/kanam-grund->

kapitalverwaltungsgesellschaft-mbh/doc/Scope-Analysis_OIF-Marktstudie_2018-Jun.pdf, zuletzt aktualisiert am 12.06.2018, [abgefragt am] 25.09.2019.

Statistisches Bundesamt (2013): *Volumen und platziertes Eigenkapital geschlossener Immobilienfonds in den Jahren 1999 bis 2012 (in Millionen Euro)*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/237157/umfrage/volumen-und-platziertes-eigenkapital-geschlossener-immobilienfonds/>, zuletzt aktualisiert am 05.02.2013, [abgefragt am] 25.09.2019.

Statistisches Bundesamt (2018b): *Vermögensbilanzen: Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen*. Wiesbaden. Verfügbar unter https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Publikationen/Downloads-Vermoegensrechnung/vermoegensbilanzen-pdf-5816103.pdf?__blob=publicationFile, [abgefragt am] 16.08.2019.

Statistisches Bundesamt (2019a): *Bruttowertschöpfung der Wirtschaft in Deutschland von 1991 bis 2018 (in Milliarden Euro)*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/161199/umfrage/entwicklung-der-bruttowertschoepfung-der-wirtschaft-in-deutschland/>, zuletzt aktualisiert am 23.07.2019, [abgefragt am] 12.08.2019.

Statistisches Bundesamt (2019b): *Einwohnerzahl - Anzahl der Einwohner von Deutschland von 1990 bis 2017 (in Millionen)*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/2861/umfrage/entwicklung-der-gesamtbevoelkerung-deutschlands/>, zuletzt aktualisiert am 29.05.2019, [abgefragt am] 11.08.2019.

Statistisches Bundesamt (2019c): *Inflationsrate in Deutschland von 1992 bis 2018 (Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber Vorjahr)*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1046/umfrage/inflationsrate-veraenderung-des-verbraucherpreisindex-zum-vorjahr/>, zuletzt aktualisiert am März 2019, [abgefragt am] 03.10.2019.

Statistisches Bundesamt (2019d): *Verteilung der Bruttowertschöpfung in Deutschland nach Wirtschaftszweigen im Jahr 2018*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/252123/umfrage/anteil-der->

wirtschaftszweige-an-der-bruttowertschoepfung-in-deutschland/, [abgefragt am] 12.08.2019.

Statistisches Bundesamt (2019e): *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung: Bruttoanlagevermögen nach Vermögensarten am Jahresende*. Hg. v. Statistisches Bundesamt. Wiesbaden. Verfügbar unter <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/Tabellen/vermoegensrechnung-bruttoanlagevermoegen.html>, [abgefragt am] 11.08.2019.

Süddeutsche Zeitung (2010): *Anklage gegen Ex-Falk-Vorstand - Schwere Vorwürfe der Staatsanwaltschaft*. In: *sueddeutsche online*, 21.05.2010. Verfügbar unter <https://www.sueddeutsche.de/geld/schwere-vorwuerfe-der-staatsanwaltschaft-anklage-gegen-ex-falk-vorstand-1.877625>, [abgefragt am] 21.12.2019.

VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2011): *VGF Branchenzahlen 2010: Grafiken und Tabellen*. Hg. v. VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. Verfügbar unter http://www.sachwerteverband.de/fileadmin/downloads/zahlen/branchenzahlen/branchenzahlen_2010/Gesamtuebersicht_Grafiken_VGF_Branchenzahlen_2010.pdf, zuletzt aktualisiert am Februar 2011, [abgefragt am] 14.08.2019.

VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. (2013): *VGF Branchenzahlen 2012: Grafiken und Tabellen*. Hg. v. VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. Verfügbar unter http://www.sachwerteverband.de/fileadmin/downloads/zahlen/branchenzahlen/branchenzahlen_2012/VGF_Branchenzahlen_2012_Praesentation.pdf, zuletzt aktualisiert am 05.02.2013, [abgefragt am] 03.10.2019.

Wirtschaftspsychologische Gesellschaft (2021a): *Interviewer-Bias: Interviewereinfluss auf Ergebnisse*. Hg. v. Wirtschaftspsychologische Gesellschaft. München. Verfügbar unter <https://wpgs.de/fachtexte/ergebnisinterpretation/interviewer-bias-einfluss-der-interviewer-auf-ergebnisse/>, [abgefragt am] 04.04.2021.

Wirtschaftspsychologische Gesellschaft (2021b): *Response-Bias: Verzerrung von Ergebnissen durch Teilnehmer*. Hg. v. Wirtschaftspsychologische Gesellschaft. München. Verfügbar unter <https://wpgs.de/fachtexte/ergebnisinterpretation/response-bias-verzerrung-ergebnisse-durch-teilnehmer/>, [abgefragt am] 04.04.2021.

Zacher, T. (2013): *Schwächelnde Kapitalanlagen: Kundenmanagement im Krisenfall.* In: *Cash.online*, 11.07.2013. Verfügbar unter <https://www.cash-online.de/berater/2013/krisenmanagement/131004>, [abgefragt am] 06.08.2017.

Zentraler Immobilien Ausschuss e. V. (2017): *ZIA schließt Integration des bsi zum 1. Januar 2018 ab.* Berlin. Verfügbar unter <https://www.zia-deutschland.de/pressemeldung/zia-schliesst-integration-des-bsi-zum-1-januar-2018-ab/>, [abgefragt am] 25.09.2019.

Experteninterviews

Experte Nr. 01 (12.09.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 53 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 02 (12.09.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 53 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 03 (13.09.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 63 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 04 (30.09. und 18.10.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 98 min. persönlich und telefonisch - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 05 (02.10.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 33 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 06 (02.10.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 51 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 07 (18.10.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 28 min. telefonisch - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 08 (12.11.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 51 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 09 (12.11.2019): *Persönliches Interview* Dauer: 58 min. persönlich - digitaler Mitschnitt - Transkription.

Experte Nr. 10 (02.09.2019): *Anfrage zur Marktentwicklung der geschlossenen (Immobilien-) Fonds* Dauer: 10 Min. telefonisch.

Experte Nr. 11 (16.09.2019): *Anfrage insbesondere zur Entwicklung sanierungsbedürftiger Immobilienfonds* Dauer: 14 min. telefonisch.

Sonstiges

Bankhaus ELLWANGER & GEIGER AG (2019c): *Marktkapitalisierung DIMAX: aufgeteilte nach AGs und REITs*. Zur Verfügung gestellt durch das Bankhaus Ellwanger & Geiger AG. Stuttgart.

bulwiengesa AG - RIWIS (2019): *Bruttoanfangsrendite von Mehrfamilienhäusern*. bulwiengesa AG. Zur Verfügung gestellt durch die Bulwiengesa AG.

11. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Das magische Dreieck einer erfolgreichen Sanierung	5
Abbildung 2: Aufbau und Struktur der Dissertation	18
Abbildung 3: Bruttoanlagevermögen in Deutschland zum 31.12.2018.....	19
Abbildung 4: Entwicklung des Immobilienvermögens.....	21
Abbildung 5: Die Immobilie als direktes und indirektes Anlageobjekt	31
Abbildung 6: Entwicklung indirekter Immobilienanlagen in Deutschland in Mrd. EUR	42
Abbildung 7: Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds in Mrd. EUR... 45	
Abbildung 8: Historische Platzierungszahlen geschlossener Immobilienfonds in Mrd. EUR... 46	
Abbildung 9: Mittelzuflüsse (Eigenkapital) geschlossener Immobilieninvestmentvermögen in Mio. EUR	48
Abbildung 10: Entwicklung Fondsvolumen geschlossener Immobilien-AIF in Mrd. EUR	48
Abbildung 11: Exemplarisch kumuliertes Fondsvolumen in Mrd. EUR.....	51
Abbildung 12: Lebenszyklus eines geschlossenen Immobilienfonds (vor und nach Umsetzung der AIFM-Richtlinie).....	54
Abbildung 13: (Haftungs-)Risiken des individuellen GbR-Gesellschafters.....	58
Abbildung 14: An einem geschlossenen Immobilienfonds Beteiligte vor Einführung der AIFM-Richtlinie	64
Abbildung 15: Aufbau eines und Beteiligte an einem geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG vor Einführung der AIFM-Richtlinie.....	65
Abbildung 16: Rendite-/Risikoprofil unterschiedlicher Sachanlagen	82
Abbildung 17: Zusammensetzung des Risikos einer (Immobilien-)Investition	84
Abbildung 18: Summe der Verlustzuweisungen bezogen auf das Eigenkapital der Anleger	102

Abbildung 19: Differenzierung der Investmentvermögen	106
Abbildung 20: Krisenstadien nach IDW S 6.....	118
Abbildung 21: Krisenstadien eines geschlossenen Immobilienfonds.....	120
Abbildung 22: Insolvenzantragspflichten und -berechtigte	132
Abbildung 23: Schematische Darstellung der Feststellung einer (drohenden) Zahlungsunfähigkeit.....	135
Abbildung 24: Struktur der Überschuldungsprüfung	138
Abbildung 25: Positive Fortführungsprognose als Basis einer erfolgreichen Sanierung	172
Abbildung 26: Anforderungen an Sanierungskonzepte	177
Abbildung 27: Vereinfachte beispielhafte Bilanz vor und nach Herabsetzung des Eigenkapitals	194
Abbildung 28: Vereinfachte Bilanz vor und nach Erhöhung des Eigenkapitals	195
Abbildung 29: Zielgruppen der Krisenkommunikation	234
Abbildung 30: Ziele der Risikokommunikation	237
Abbildung 31: Darstellung des gewählten Forschungsdesigns.....	242
Abbildung 32: Kategorisierung der Expertenmeinungen Funktionen der Befragten und Darstellung der eingenommenen Blickwinkel.....	246
Abbildung 33: Datengrundlage, Beschrieb und Bestimmung der Stichprobe	256
Abbildung 34: Konstruktion des Interviewleitfadens.....	257
Abbildung 35: Aufbau des Interviewleitfadens und Ablauf der Interviews.....	259
Abbildung 36: Titelfolie der Vorlesungsunterlagen	367

12. Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

%	Prozent
[...]	Auslassen mehrerer Worte in Zitaten
>	größer als
§	Paragraphenzeichen
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AfA	Absetzung für Abnutzung
AG	Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Fonds Manager
AIFM-UmsG	AIFM-Umsetzungsgesetz
AktG	Aktiengesetz
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BerlinFG	Berlinfördergesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen

bsi	Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e. V.
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT	Deutscher Bundestag
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
Destatis	Statistisches Bundesamt
DIMAX	Deutsche Immobilienaktienindex
DSGVO	Datenschutzgrundverordnung
e. V.	eingetragener Verein
EG	Europäische Gemeinschaft
EPIX	European Property Stock Index
EStG	Einkommenssteuergesetz
ESUG	Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
et al.	und andere
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
ff.	fortfolgende

FMSStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FördG	Fördergebietsgesetz
G20	Gruppe der Zwanzig
GF	geschlossener Fonds
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GU	Generalunternehmer
HGB	Handelsgesetzbuch
i. d. R.	in der Regel
i. V. m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InsO	Insolvenzordnung
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
InvG	Investmentgesetz
InvKG	Investmentkommanditgesellschaft
InvStG	Investmentsteuergesetz
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kommanditgesellschaft
KG-Gesellschafter	Kommanditgesellschaftler
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
lit.	lateinisch littera (Buchstabe)

m. f. K.	mit fixem Kapital
MFH	Mehrfamilienhaus
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
Mrd.	Milliarden
n. F.	neue Fassung
Nr.	Nummer
o. V.	ohne Verfasser
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OIF	Offener Immobilienfonds
p. a.	per annum
rd.	rund
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	REIT-Gesetz
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite; in Paragraphenangaben: Satz
sog.	sogenannt
St. BuBa	Statistik der Bundesbank
u. v. m.	und vieles mehr

VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz)
VermAnlG	Vermögensanlagegesetz
VGF	Verband geschlossener Fonds
vgl.	vergleiche
VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
vs.	versus
wAI	wesentlichen Anlegerinformationen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZIA	ZIA Zentraler Immobilienausschuss e. V.
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

13. Lebenslauf

persönliche Daten: geboren am 20.10.1986 in Braunschweig
Staatsangehörigkeit: deutsch

BERUFSERFAHRUNG

01.2021 bis heute Senior Projektmanager, BRIGHT Industrial Investment GmbH, Berlin

Projektentwicklung und Asset-Management von Unternehmensimmobilien, Projektsteuerung, Business Development ESG, derzeit 7 Mitarbeiter

Aufgaben:

- Eigentümerversammlung für eine Hamburger Projektentwicklung mit einem Volumen von rd. 40 Mio EUR
- Aufbau interner Strukturen, Implementierung und Reporting der eigens ausgearbeiteten ESG-Strategie

04.2016 bis 12.2020 Prokurist, Senior Projektmanager, BEOS AG, Stuttgart

Projektentwicklung und Asset-Management von Unternehmensimmobilien, Projektsteuerung, Business Development ESG, derzeit rd. 250 Mitarbeiter an 6 Standorten

Aufgaben:

- Eigentümerversammlung für Fondsobjekte mit einem Volumen von rd. 215 Mio. EUR, einer Jahresnettokaltmiete von rd. 13,7 Mio. EUR und einer vermietbaren Fläche von rd. 175.000 m²
- zwei Assetdeals über je 80 Mio. EUR
- Verhandlung von Gewerbemiet-, Dienstleistungs- und diversen Bauverträgen
- Bauherrenvertretung für Mieterausbauten, laufende Instandhaltung und Instandhaltungs- bzw. Autarkisierungsprojekten
- Erarbeiten von Business- und Wirtschaftsplänen unter Berücksichtigung unterschiedlicher Szenarien
- Liquiditäts- und Budgetplanung / Steuerung der Budgetbearbeitung
- Erstellung von Reportings zur Weitergabe an das Fondscontrolling / an die Eigentümer
- Koordination und Steuerung von externen Dienstleistern
- Akquise und Ankauf von neuen Projekten (Investment) und Mietern
- Auf- und Ausbau neuer Netzwerkstrukturen zur Festigung der Marktpräsenz und zur Akquise neuer Fonds- und Projektentwicklungsobjekte
- Persönlicher und fachlicher Mentor für neue Kollegen und Projektcoach im Stuttgarter Team; Führen von Bewerbungsgesprächen zur Auswahl neuer Praktikanten und Werkstudenten
- Entwicklung und Implementierung der ESG-Strategie, Einführung eines Reportings, Umsetzung erster Projekte

Erfolge:

- Anschluss- und Neuvermietungsvolumen rd. 75.000 m² Büro-, Service-, Einzelhandels- und Lagerfläche
- Realisation von Verkehrswertsteigerungen in Höhe von rd. 65 Mio. EUR durch aktives Asset-Management (Abschluss von Nachträgen und Neuvermietungen, Abbau Instandhaltungsstau, Medientrennung etc.)

- Optimierung von Bewirtschaftungskosten, durch Nachverhandlung bzw. Vergabe neuer HV-, FM- und Dienstleistungsverträge
- 22 Mio. EUR betreutes Mieterausbauvolumen, 10,5 Mio. EUR betreutes Instandhaltungsvolumen, Umsetzung von Infrastrukturmaßnahmen in Höhe von 3,0 Mio. EUR

04.2015 bis 03.2016 Projektmanager, Prokurist, BEOS AG, München

Projektentwicklung und Asset-Management von Unternehmensimmobilien, Projektsteuerung, derzeit rd. 95 Mitarbeiter an 5 Standorten

01.2014 bis 03.2015 Projektmanager, BEOS AG, München

Projektentwicklung und Asset-Management von Unternehmensimmobilien, Projektsteuerung, derzeit rd. 70 Mitarbeiter an 5 Standorten

04.2013 bis 12.2016 Gastdozent, Hochschule für Wirtschaft und Umwelt, Nürtingen – Geislingen (HfWU)

Gastvorträge im Rahmen der Vorlesungsreihe Investition und Finanzierung; Themenschwerpunkt geschlossene Immobilienfonds / Sanierung und Abwicklung von geschlossenen Immobilienfonds

Vorlesungsinhalte:

- Struktur und Aufbau von geschlossenen Immobilienfonds
- Gründe und Ursachen für die Schieflage von geschlossenen Immobilienfonds
- (Haftungs-)Risiken der Gesellschafter
- Sanierung bzw. Restrukturierung der Gesellschaften
- Erarbeiten von Sanierungsansätzen im Dialog mit den Studierenden
- Einführung in die Projektentwicklung
- diverse case studys aus dem Bereich Projektentwicklung
- Forschungskolloquium / Wissenschaftliches Arbeiten

01.2013 bis 12.2013 Zentrale Steuerung Property Management, Hochtief Asset Service GmbH, München

Eigentümerversammlung, Steuerung und Kontrolle kaufmännischer und technischer Property Manager, Gewerbevermietung, derzeit 52 Mitarbeiter an 4 Standorten

Aufgaben:

- Überwachen und Auswerten von Vermietungsaktivitäten
- Erstellung von Reportings zur Weitergabe an Auftraggeber
- Steuerung und Überwachung von Arbeitnehmerleistungen
- Verhandlung von Gewerbemietverträgen

Erfolge:

- Entwicklung und Implementierung von Steuerungs- und Controllingtools insbesondere zur Verbesserung des Vermietungsprozesses und zur Budgetbearbeitung
- Standardisierung / Optimierung von standortübergreifenden Prozessen
- kontinuierliche Verbesserung der Datenqualität und damit Reduzierung der Eskalationen durch den Auftraggeber

09.2010 bis 12.2012 Assistent der Geschäftsleitung / Projektsteuerung, KKL Consulting GmbH, Berlin

Krisenmanagement für Investoren und Financiers, Geschäftsbesorgung (meist notleidender) Immobilienportfolios, Asset-Management, Immobilienverwaltung, ca. 85 Mitarbeiter an 10 Standorten

Aufgaben:

- ganzheitliche Betreuung und Beratung (meist notleidender) Immobilienportfolios
- Erarbeiten von Langfristprognosen und Wirtschaftsplänen unter Berücksichtigung unterschiedlicher Szenarien
- Steuerung und Überwachung anhand von Kennzahlen und Liquiditätsplanungen
- Refinanzierung, Prolongation und/oder Restrukturierung von Finanzierungen
- Steuerung, Organisation und Überwachung der Objektbewirtschaftung (teilweise über die firmeneigene Hausverwaltung)
- Vorbereitung und Ausarbeitung von Entscheidungsvorlagen für die Geschäftsleitung
- Kommunikation mit Gesellschaftern, Organen der Gesellschaft und Gläubigern
- Vorbereitung und Durchführung von Gesellschafterversammlungen, Geschäftsleitungs- und Beiratssitzungen

Erfolge:

- Akquise von (potenziellen) Kunden und neuen Auftraggebern
- zwei abgeschlossene Sanierungen, Finanzierungsvolumen: 1,6 und 3,0 Mio. EUR
- Restrukturierung einer Finanzierung, aufschiebend bedingt durch die Zustimmung der Gesellschafter, Volumen: 32 Mio. EUR
- Abschluss eines Mietvertrages mit einer Fläche von rd. 4.700 m²; 15 Jahren Laufzeit
- Abwicklung einer Gesellschaft (EK 14 Mio. EUR / FK 58 Mio. EUR) und erfolgreiche Veräußerung einer extrem sanierungsbedürftigen Immobilie, Verkaufspreis: 7,5 Mio. EUR
- eigenverantwortlicher Aufbau eines Controlling- und Berichtswesens für eine Reitanlage mit ca. 160 Einstellboxen

03.2010 bis 09.2010 Werkstudent, KaVo. Dental GmbH, Biberach

Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Produkten für die Zahnmedizin. Insbesondere dentale Turbinen, Hand- und Winkelstücke, Produkte für die Diagnostik, Lasertherapie und Chirurgie sowie Behandlungseinheiten; ca. 3.300 Mitarbeiter weltweit.

- Preisanalyse zur Vereinfachung der osteuropäischen Preisstruktur
- Unterstützung der einzelnen Territorymanager
- Betreuung von Marketingkampagnen und Newslettern für Händler und Kunden

08.2006 bis 08.2009 Privatbankiers Ellwanger & Geiger, Duales Studium, Stuttgart und München

Das Bankhaus Ellwanger & Geiger KG mit Sitz in Stuttgart und München ist eine auf Immobilien und die Vermögensverwaltung spezialisierte Privatbank.

- Studium in einem wirtschaftlichen Umfeld mit dem Schwerpunkt Finanzwirtschaft
- Durchlauf aller relevanten Abteilungen während des DHBW-Studiums im Bankhaus
- sorgfältiger Umgang mit vermögenden Privatkunden stand an erster Stelle
- Schwerpunkte während des Studiums im Bereich Vermögensmanagement und der Betreuung von Privatkunden

- 05.2008 bis 08.2008**
- 3-monatiges Praktikum während des Studiums am Gewerbeimmobilienstandort München
 - Verwaltung, Vermietung und Vermittlung von Einzelhandels- und Büroimmobilienflächen
- 02.2009 bis 09.2010** **persönlich haftender Gesellschafter, sue marketing, Stuttgart**
- 2002 bis 2009** **freiberuflicher Trainer, Remshalden**
- Trainertätigkeit im Ausdauer-/ und Gesundheitssport
 - Begleitung von Gesundheits- und Fitnesskursen insbesondere (Nordic) Walking
 - Anleitung von Einzelunterricht und Gruppen bis zu 15 Personen zum Erlangen von körperlicher Fitness und wachsender Ausdauer
 - Aufzeigen von gesundheitlichen Schwachstellen, Trainingsansätzen und -möglichkeiten
 - Betreuung und Durchführung von (Sport-)Events und den dazugehörigen Marketingmaßnahmen
 - Schwerpunkte im Gesundheitssport und dem Ernährungsbereich
 - Marketingmaßnahmen von der Gestaltung jeglicher Werbeträger bis hin zur Produktion und dem Sampling der Werbemittel
- 04.2004 bis 09.2009** **Schwimmeistiergehilfe, Gemeinde Remshalden, Remshalden**
- Schwimmeistiergehilfe der Gemeinde Remshalden über die Sommersaison als Unterstützung der zwei fest angestellten Schwimmeister
 - Auffrischung des Rettungsschwimmabzeichens in regelmäßigen Abständen von zwei Jahren; zuletzt abgelegt im Frühjahr 2011 bei der DLRG Berlin-Charlottenburg
- 04.2007 bis 09.2009** **persönlich haftender Gesellschafter, empathy event, Stuttgart**
- Betreuung von Privat- und Firmenveranstaltungen
 - ganzheitliche Abwicklung von der Planung über die Beschaffung bis hin zur Durchführung von Veranstaltungen
 - Zusammenarbeit mit verschiedenen Kunden aus der Stuttgarter Wirtschaft, sowie einigen großen ansässigen Diskotheken
 - weiteres Fachgebiet der Firma empathy event ist die Gestaltung und Produktion von Printmedien
 - Jahresumsatz rd. 50.000 EUR

SCHULISCHE AUSBILDUNG

- 05.2014 bis heute** **Middlesex University in Kooperation mit der KMU Akademie & Management AG
London und Linz**
deutschsprachiges Doktoratsprogramm der Middlesex University in Kooperation mit der
KMU Akademie & Management AG zur Erreichung des „Doctor of Business Administration
(DBA)“
- 09.2009 bis 06.2011** **Hochschule Biberach, Biberach**
Abschluss Master of Arts – Fachrichtung Bau- und Immobilienwirtschaft
Thema der Abschlussarbeit: „Erfolgsfaktoren der Projektentwicklung von Studentenwohn-
heimen“
Schwerpunkte während des Studiums:
- (Immobilien-)Investitionen und Finanzierung
 - Projektentwicklung
 - Immobilienwirtschaftliches Seminar
- 08.2006 bis 08.2009** **Duale Hochschule Baden-Württemberg, Stuttgart**
Abschluss Bachelor of Arts – Fachrichtung Bank
Thema der Abschlussarbeit: „Honorarberatung bei Privatbanken – Anwendungen, Anforde-
rungen und Lösungsansätze“
Schwerpunkte während des Studiums:
- Investitionen und Finanzierung
 - Anlageberatung und Vermögensverwaltung
 - Vertiefung Wertpapiergeschäft / Fondsverwaltung und -management
- 1997 bis 2006** **Remstalgymnasium Weinstadt / Wirtschaftsgymnasium Waiblingen**
Abschluss Abitur, Klassensprecher, stellvertretender Schulsprecher

AKTIVITÄTEN

- 09.2009 bis 01.2012 Mitglied des Vorstandes des Fördervereins der Dualen Hochschule, Stuttgart**
- Mitglied des Vorstandes als Vertreter der Wirtschaft
 - Repräsentant des Fördervereins
 - Entscheidung von Grundsatzfragen und strategischer Ausrichtung des Fördervereins
 - Fundraising bzw. Gründung einer Stiftung am Hochschulstandort Stuttgart
- 05.2009 bis 09.2009 Alumni – Beauftragter des Fördervereins der Dualen Hochschule, Stuttgart**
- Interimsweise Betreuung des Alumninetzwerkes der Dualen Hochschule Stuttgart
 - Korrespondenz, Betreuung und Verwaltung von Mitgliedern
 - Pflege des Alumniportals
 - Erstellen von Artikeln und Terminen sowie die Planung und Durchführung von Veranstaltungen im Namen der Community
 - Betreuung des Spitzenabsolventenzirkels EAC und alle damit zusammenhängenden Verwaltungsaufgaben

SONSTIGES

- Kenntnisse**
- Fremdsprachenkenntnisse in Englisch (gut – sehr gut)
 - vertiefte Kenntnisse in Microsoft Office (Excel, Word, Power Point)
 - vertiefte Kenntnisse in ARGUS Enterprise 10.1 und 11.6
 - vertiefte Kenntnisse im Bereich Sport (Ausdauer-, Sprint-, und Langlauftraining)
 - breite Kenntnis über die Anatomie des Menschen
- Referenzen**
- Master - Urkunde der Hochschule Biberach
 - Bachelor - Urkunde der Berufsakademie Stuttgart
 - Abiturzeugnis
 - verschiedene Tätigkeitsnachweise und Arbeitszeugnisse
 - verschiedene Trainerausbildung (Schwerpunkt Gesundheitssport / Schwimmen)
 - Rettungsschwimmschein in Silber und Gold
 - Tanzabzeichen in Bronze, Silber und Gold

Privates

Freizeitaktivitäten

- Schwimmen, Radfahren, Segeln und Skifahren

Eltern

Claudia Künne-Meister, geb. Künne (1958)

PTA (Pharmazeutische - technische Assistentin)

Rainer Meister (1957)

Diplom Ingenieur Elektrotechnik

Geschwister

Katinka (1987), Jil (1989), Vicky (1991), Meryl (1992), Fynn (1994)

14. Aufzählung der Publikationen

Wissenschaftliche Publikationen:

1. **Meister, Till:** *Wie die Diversifikation in verschiedene Assetklassen das Risiko minimiert und dabei die Rendite gleich bleibt.* Studienarbeit aus dem Jahr 2008 im Fachbereich BWL – Bank, Börse, Versicherung, Duale Hochschule Baden-Württemberg, Stuttgart, früher: Berufsakademie Stuttgart.
2. **Meister, Till:** *Honorarberatung im Privat Banking – Anwendungen, Anforderungen und Lösungsansätze.* Bachelorarbeit aus dem Jahr 2009 im Fachbereich BWL – Bank, Börse, Versicherung, Duale Hochschule Baden-Württemberg, Stuttgart, früher: Berufsakademie Stuttgart.
3. **Meister, Till:** *Aktuelle Situation, Trends und Geschäftsmodelle im Markt der Projektentwickler.* Studienarbeit aus dem Jahr 2009 im Fachbereich im Fachbereich BWL – Investition und Finanzierung, HBC Hochschule Biberach. University of Applied Sciences (Betriebswirtschaft)
4. **Meister, Till:** *Investments im Zuge der Finanzkrise – Wohnimmobilienfonds für institutionelle Anleger.* Studienarbeit aus dem Jahr 2010 im Fachbereich BWL – Investition und Finanzierung, HBC Hochschule Biberach. University of Applied Sciences (Betriebswirtschaft).
5. **Meister, Till:** *Erfolgsfaktoren der Projektentwicklung von Studentenwohnheimen – bezogen auf den Standort Biberach.* Masterarbeit aus dem Jahr 2011 im Fachbereich BWL – Investition und Finanzierung, HBC Hochschule Biberach. University of Applied Sciences (Betriebswirtschaft).

Vorlesungen:

1. Wiederkehrende Gastvorlesung: *Sanierung notleidender geschlossener Immobilienfonds.* Gehalten in den Jahren 2012 bis 2014 an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt, Nürtingen – Geislingen. Lehrstuhl Immobilienwirtschaft im Rahmen der Vorlesungsreihe Investitionen und Finanzierung.
2. Betreuung des Forschungskolloquiums im Jahr 2014 an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt, Nürtingen – Geislingen. Lehrstuhl Immobilienwirtschaft. Thema des Forschungskolloquiums: *Indirekte Immobilienanlagen in Deutschland.*

3. Gastvorlesung: *Einführung in die Immobilienprojektentwicklung*. Gehalten 2014 an der Technischen Universität München. Lehrstuhl Architektur.

Sonstige Veröffentlichungen:

1. **Meister, Till:** *Büro der Zukunft: Wachstum ohne zusätzliche Flächen?* Fachbeitrag aus dem Jahr 2018 In: in Global Investor online (19.11.2018). Abrufbar unter <http://globalinvestor.de/trends-technologien/buero-der-zukunft-wachstum-ohne-zusaetzliche-flaechen>
2. **Meister, Till:** *Der Karlspark: Wo künstliche Intelligenz auf Bienenstock trifft.* Fachbeitrag aus dem Jahr 2019. Abrufbar unter <https://beos.net/beos-ag/wissen/beos-blog/beos-blog-126-der-karlspark-wo-kuenstliche-intelligenz-auf-bienenstock-trifft/>
3. **Meister, Till:** *Einreichung der Projektentwicklung des Bürocampus Wangen beim Industrieaupreis 2016 – Auszeichnung von Bauwerken und städtebaulichen Anlagen mit herausragender Industrie- und Gewerbearchitektur.* Universität Stuttgart, Institut für Bauökonomie. Veröffentlichung der eingereichten Unterlagen im Rahmen einer Sonderausstellung sowie in der zugehörigen Festschrift.