

Steckengeblieben – Randerscheinung oder Fondsphänomen?



Liebe Leserinnen und Leser,

das Marktumfeld für institutionelle Investoren und Fondsanbieter in Deutschland erfordert einen hohen Grad an Professionalisierung – besonders angesichts der komplexen Regulierung des Investment- und Kapitalmarktes. Diese soll vor allem für Sicherheit sorgen, wirkt sich im Detail aber auch auf andere Bereiche der Vermögensverwaltung aus.

Ein Phänomen im Asset Management von Private Markets – speziell von alternativen Investmentfonds (AIFs) –, mit dem einige Marktteilnehmer bereits unfreiwillig Bekanntschaft gemacht haben könnten, das aber bisher noch keinen offiziellen Namen hat, ist das der „Steckenbleiberfonds“.

Der Begriff, der zunächst amüsant klingt, beschreibt vor allem Immobilienfonds, die vor einer ernst zu nehmenden Herausforderung stehen: Im Kern geht es um die regulatorische Verpflichtung für offene Immobilien-

Sondervermögen, innerhalb einer vierjährigen Frist mindestens vier Immobilieninvestments zu tätigen, um vor dem Gesetz als aktive und vermögensverwaltende juristische Person zu gelten. Die Logik dahinter ist klar: Die Regel soll ein Mindestmaß an Diversifizierung sicherstellen. Was geschieht aber, wenn die Frist näher rückt und das entscheidende geeignete vierte Objekt nicht rechtzeitig gefunden wird?

In der vorliegenden Ausgabe unseres Newsletter-Formats „Secondaries Insight“ widmen wir uns diesem Phänomen, das zuletzt immer mal wieder aufgetreten ist, erläutern die konkreten regulatorischen Hintergründe und zeigen auf, wie der Sekundärmarkt hier zu einer sinnvollen Lösung beitragen kann. Denn Fondsanteile, die über den Sekundärmarkt erworben werden, können für viele Investoren zur entscheidenden Strategie werden, um regulatorischen und steuerlichen Fallstricken praktikabel und effizient zu begegnen.

**Viel Freude bei der
Lektüre wünschen Ihnen
Ihr Alex Gadeberg & Jan-Peter Schmidt**

Kurz erklärt: Die „Vier-Objekt-Regel“



Geläufiger als die „**Vier-Objekt-Regel**“ ist vielleicht die „**Drei-Objekt-Regel**“ für **Privatpersonen**. Diese ergibt sich nicht aus einem konkreten Gesetzestext, sondern wurde vom Bundesfinanzhof auf Grundlage von § 15 Einkommensteuergesetz (EStG) (Einkünfte aus Gewerbebetrieb) entwickelt und in einem Rundschreiben des Bundesministeriums für Finanzen bekanntgegeben.

Das Schriftstück vom 26.03.2004 mit dem Titel „Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblichem Grundstückshandel“ legt fest, dass sobald ein Eigentümer mehr als drei Objekte innerhalb von fünf Jahren veräußert, keine private Vermögensverwaltung, sondern ein **gewerblicher Grundstückshandel** vorliegt. Ab dem vierten Objekt unterliegen Gewinne aus der Veräußerung nicht nur der Einkommenssteuer, sondern auch der Gewerbesteuer.

Anders ist das bei **vermögensverwaltenden Institutionen**. Diese sind von der gewerblichen Besteuerung ausgenommen, sofern sie die erforderlichen gesetzlichen Voraussetzungen erfüllen. Die steuerlichen Rahmenbedingungen für vermögensverwaltende Institutionen und Spezialfonds werden im Investmensteuergesetz (InvStG) in den §§ 1, 5, 15, 20 und 26 geregelt.

Allerdings muss das Sondervermögen einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft innerhalb **von vier Jahren** gewisse Anlagegrenzen erfüllen, die im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in den §§ 231 bis 238, § 243 und § 253 Abs. 1 S. 1 festgelegt sind, wie es § 244 KAGB „Anlaufzeit“ definiert. Diese Anlagegrenze ergibt sich unter anderem aus der „**Drei-Objekt-Regel**“.

Insbesondere § 26 Nr. 3 Investmentsteuergesetz (InvStG) bestimmt als eine Voraussetzung für Spezial-(Investment-)Fonds, dass das Vermögen nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt wird. Diese liegt regelmäßig vor, wenn das Vermögen in mehr als drei Vermögensgegenstände mit unterschiedlichen Anlagerisiken angelegt ist.

Für **Fondsgesellschaften** wird die „Drei-Objekt-Regel“ somit im weitesten Sinne zur „**Vier-Objekt-Regel**“: Um vermögensverwaltend (und NICHT gewerblich) im Sinne des Gesetzes zu handeln und dabei die steuerlichen Vorteile für vermögensverwaltende Institutionen im Sinne des InvStG wahrnehmen zu können, muss ein AIF unter anderem innerhalb der Frist von vier Jahren mehr als drei (also mindestens vier) Vermögensgegenstände erworben haben.

Sekundärmarkt und Dachfonds – Lösungen für steckengebliebene Fonds

Von dem Phänomen des „Steckenbleibens“ sind besonders häufig solche Fonds betroffen, die in den späten Jahren der Niedrigzinsphase zwischen 2018 und 2022 aufgelegt wurden. Die Marktdynamik hat sich nach dieser Zeit stark verändert: Zinssteigerungen, verschärfte ESG-Anforderungen, schrumpfende Risikoprämien und ein begrenztes Angebot geeigneter Immobilien erschweren zunehmend den rechtzeitigen Erwerb des notwendigen vierten Vermögensgegenstands in Form des direkten Erwerbs einer Immobilie.

Den Fonds, die diese Anforderungen nicht innerhalb der vierjährigen Frist erfüllen, können womöglich steuerliche Konsequenzen drohen – die unerwünschte Umqualifizierung von der vermögensverwaltenden zur gewerblichen Tätigkeit. Nicht zuletzt wegen dieses Risikos sind die Anleger von Immobilienspezialfonds zunehmend verunsichert.

Wir beobachten, dass dann teils schnelle Investmententscheidungen vom Asset Manager vorgeschlagen und in Abstimmung mit den Anlegern gefällt werden, die sich möglicher

weise später als suboptimal darstellen. Entweder, weil das zu erwerbende Objekt strategisch nicht genau genug zur Fondsstrategie passt oder zu teuer eingekauft wurde.

Andererseits könnte ein Nicht-Agieren nicht nur erhebliche finanzielle Mehrbelastungen für die Fondsgesellschaft und die Anleger mit sich bringen, sondern auch die Reputation des Fondsmanagements erheblich beeinträchtigen. Im schlechtesten Fall würde dies zu einer Abwicklung des Fonds führen.

Warum der Sekundärmarkt eine ideale Lösung bietet

In genau diesen kritischen Situationen bietet der Sekundärmarkt eine ideale und erprobte Alternative. Der Erwerb von Anteilen bestehender Fonds für das Fondsvermögen eines Spezial-AIF ermöglicht eine kurzfristige Lösung des regulatorischen Problems.

§ 26 Nr. 3 Satz 2 InvStG erlaubt ausdrücklich, dass der Grundsatz der Risikomischung als gewahrt gilt, „wenn der Investmentfonds in nicht nur unerheblichem Umfang Anteile an einem oder mehreren anderen Investmentfonds hält und diese anderen Investmentfonds unmittelbar oder mittelbar nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt sind.“

Das Gesetz beschränkt dies nicht auf offene Strukturen, auch geschlossene Strukturen sind (bisher noch) möglich, allerdings wird auf EUEbene eine Einschränkung aktuell diskutiert.

Sekundärmarkttransaktionen bieten Fonds in dieser Situation dabei mehrere Vorteile verglichen zum Erwerb einer einzelnen Immobilie als vierten Vermögensgegenstand.





Sofortige und planbare Rendite:

Etablierte Fonds verfügen in der Regel bereits über ein diversifiziertes Immobilienportfolio, das unmittelbar Cashflow generiert. Der Asset Manager stellt eine Ausschüttungsprognose zur Verfügung, die durch den erwerbenden Fonds bewertet werden kann und somit planbar wird.

Transparenz: Ein bestehender AIF mit bereits investiertem Portfolio hat einen nachvollziehbaren Track-Record vorzuweisen.



Geringere Transaktionskosten:

Der Erwerb von Anteilen an einem offenen Spezialfonds ist in Deutschland grunderwerbsteuerfrei. Auch fallen keine Notar-, Gerichts- und Grundbuchkosten an.

Diversifizierung:

Der Fonds und somit seine Anleger erhalten eine signifikant höhere Risikostreuung als durch den Erwerb einer Immobilie.



Einfachheit und Schnelligkeit:

Der Erwerb von bestehenden Fondsanteilen ist in der Regel schneller umzusetzen (Wertpapierordergeschäft) als ein direkter Immobilienkauf (notarielle Beurkundung, Eintritt der Fälligkeitsvoraussetzungen, Fremdfinanzierungsnotwendigkeit).

Flexibilität / kleinere Ticketgrößen:

Sekundärmarkttransaktionen sind flexibel skalierbar, und kleinere Ticketgrößen ermöglichen auch Fonds mit begrenztem verfügbarem Kapital eine zeitnahe Erfüllung der regulatorischen Anforderungen.



Regulatorische Sicherheit:

Die notwendige Anpassung der Anlagebedingungen und die steuerrechtliche Begleitung lassen sich für eine Transaktion am Sekundärmarkt klar definieren und rechtssicher umsetzen.

Regulatorische und steuerliche Aspekte

Obwohl der Erwerb von Fondsanteilen als regulatorischer Lösungsweg bereits praktisch umgesetzt wurde, sind dabei regulatorische und steuerliche Aspekte sorgfältig zu beachten:

- **Zulässigkeit hybrider Fondsstrukturen:** Der Fonds muss gegebenenfalls seine Anlagebedingungen modifizieren, um die Aufnahme von Fondsanteilen zu ermöglichen.
- **Steuerliche Behandlung von Hybridfonds:** Es muss sichergestellt sein, dass die Aufnahme von Anteilen an einem Dachfonds keine negativen steuerlichen Konsequenzen für Fondsgesellschaft und Anleger nach sich zieht.
- **Transparenzpflichten gegenüber Anlegern:** Die neuen Investments und deren Struktur müssen gegenüber Anlegern nachvollziehbar und transparent kommuniziert werden.

Gerade in diesem regulatorischen Kontext ist es essenziell, erfahrene Partner und spezialisierte Berater frühzeitig in den Prozess einzubinden, um rechtliche Risiken zu minimieren.

Aktuelle Marktentwicklung und Resonanz

In Gesprächen mit Asset Managern und Investoren nehmen wir wahr, wie aktuell und relevant das Phänomen der „Steckenbleiberfonds“ zum Teil ist: Viele unserer Gesprächspartner kennen die Problematik,

mehr als die Hälfte der Betroffenen signalisiert Interesse an der vorgeschlagenen Lösung über den Sekundärmarkt, sei es auf der Käufer- oder Verkäuferseite. Die institutionellen Marktteilnehmer erkennen dabei den strategischen Wert des Sekundärmarktes und zeigen sich bereit, entsprechende Lösungen aktiv für die Portfoliomanagement-Strategie zu berücksichtigen.

Auch wenn es kein flächendeckendes Phänomen ist, zeigt die Reaktion unserer Gesprächspartner dennoch, dass die Thematik rund um die „Steckenbleiberfonds“ nicht nur akut, sondern auch strategisch bedeutsam ist und der Erwerb eines Anteils an einem anderen Sondervermögen als gute Alternative zum Erwerb eines Assets anerkannt wird.

Sekundärmarkt als pragmatische Lösung

Angesichts der beschriebenen regulatorischen Rahmenbedingungen und Markttrends erwarten wir, dass der Sekundärmarkt für institutionelle Fondsanteile eine willkommene Lösung für das „Vier-Objekt-Problem“ bei Spezial-AIF bieten wird. Auch wenn nicht absehbar ist, welchen quantitativen Einfluss die Problematik auf die Nachfragen nach Sekundärmarkttransaktionen hat, spricht vieles für die Zukunft des Sekundärmarkts.

Die vielfältigen Anwendungsfälle, die bis zur Lösung regulatorischer Anforderungen wie der „Vier-Objekt-Regel“ reichen, machen den bisher wenig etablierten Sekundärmarkt in Deutschland zum Wachstumsfall. Fondsinitiatoren, die ihre regulatorischen Pflichten kurzfristig und sicher erfüllen möchten, finden im Sekundärmarkt eine pragmatische Lösung.

Gerade jetzt bietet er somit nicht nur eine regulatorische Lösung, sondern auch ein strategisches Instrument zur langfristigen Sicherung der Handlungsfähigkeit institutioneller Investoren.

Steckenbleiber- und Dach-/Hybridfonds: Die wichtigsten Punkte im Überblick

Regulatorisches Risiko nimmt zu:

Immer mehr institutionelle Immobilienfonds geraten in die „Steckenbleiberfalle“, weil sie innerhalb der vorgegebenen vierjährigen Frist nicht genügend Vermögensgegenstände (mindestens vier) erwerben konnten.

Hohe Folgekosten bei Nichterfüllung:

Verfehlungen der regulatorischen Anforderungen können zu einer Umqualifizierung führen – mit steuerlichen Mehrbelastungen und potenziellen Reputationsschäden.

Sekundärmarkt bietet schnelle Lösungen:

Der Erwerb von Fondsanteilen (Dachfonds- oder Hybridstruktur) ermöglicht schnelle, flexible und regulatorisch sichere Lösungen im Vergleich zu einem klassischen Objektkauf.

Rechtssicherheit entscheidend: Zulässigkeit hybrider Fondsstrukturen, steuerliche Implikationen und Transparenzpflichten müssen sorgfältig geprüft und professionell begleitet werden.

Hohes Marktinteresse bestätigt Relevanz:

Interne Marktabfragen zeigen, dass die Problematik bereits bekannt und das Interesse an Sekundärmarkttransaktionen vorhanden ist.

Zukunftspotenzial des Sekundärmarktes:

Das Phänomen der „Steckenbleiberfonds“ unterstreicht die strategische Bedeutung des noch jungen Sekundärmarktes als ein wichtiges Instrument für institutionelle Investoren, ihre regulatorische Handlungsfähigkeit langfristig zu sichern.



Hinweis: Die vorstehenden Informationen stellen keine steuerliche Beratung dar. Sie dienen ausschließlich allgemeinen Informationszwecken und ersetzen keine individuelle Beratung durch einen Steuerberater. Wir sind keine Steuerberater und dürfen keine steuerrechtlichen Auskünfte erteilen.

„Für steuerbefreite Anleger erhebliche Nachteile“

Drei Fragen an **Alexandra Weis**,
Partnerin bei der Anwaltskanzlei King & Spalding in Frankfurt a. M.



1. Welche rechtlichen Risiken entstehen bzw. welche Konsequenzen sind in der Theorie zu erwarten und in der Praxis zu beobachten, wenn die „Vier-Objekt-Regel“ nach Ablauf der Vier-Jahres-Investmentperiode nicht eingehalten wird?

Im Bereich der offenen Immobilien-Spezial-Sondervermögen geht es hier um die kritische Entscheidung: Fortführung oder Abwicklung. Diese hängt von Faktoren wie der Umsetzbarkeit der Anlagestrategie, einer möglichen Anpassung der strategischen Ausrichtung, der Anzahl der bereits vorhandenen Vermögensgegenstände und etwaigen zeitlich begrenzten Anleger-Commitments ab.

Eine Fortführung des Fonds ist insbesondere sinnvoll, um eine Verlustrealisierung bei zeitnaher Veräußerung der vorhandenen Immobilien zu vermeiden.

Dabei könnte die bislang nicht ausreichend vorhandene Risikomischung über den Erwerb von Anteilen an anderen Immobilienspezialfonds am Sekundärmarkt kurzfristig geheilt werden. Für die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) muss das nach ihrer Erlaubnis zulässig sein (was in der Regel der Fall sein dürfte), im Vertragswerk des Fonds vorgesehen sein (hier wird in vielen Fällen Änderungsbedarf bestehen) und mit den für die jeweiligen Anleger geltenden Regularien (wie die AnIV) vereinbar sein.

2. Wie groß schätzen Sie das regulatorische Risiko für institutionelle Fonds ein, die in das Phänomen der „Steckenbleiberfälle“ geraten sind – insbesondere mit Blick auf steuerliche Konsequenzen?

Betroffen sind vor allem investmentsteuerliche Immobilien-Spezial-Investmentfonds (sog. „Kapitel-3-Fonds“), bei denen der Verstoß gegen den Grundsatz der Risikomischung und damit das Risiko des steuerlichen Statusverlusts im Raum steht. Den Steuerbehörden steht dabei ein Ermessen zu: In Ausnahmefällen kann die substantiiert dargelegte Absicht zur Einhaltung der Risikomischung (mit einer Mindestanzahl von vier Vermögensgegenständen) nach Fristablauf anerkannt werden, vorausgesetzt die KVG weist für den Fonds nach, dass sie wegen triftiger Gründe gehindert war.

Wird dies jedoch nicht akzeptiert und die Steuerbehörde würde den Verstoß gegen die Anlagebedingungen als wesentlich erachten, würde der Statusverlust dazu führen, dass das Sondervermögen in einen grundsätzlich ertragsteuerpflichtigen Fonds (unter Aufdeckung der stillen Reserven, soweit vorhanden) umqualifiziert wird, was insbesondere für steuerbefreite Anleger zu erheblichen Nachteilen führen kann. Aus der Praxis ist mir eine solche Umqualifizierung bisher allerdings nicht bekannt. Aus investmentsteuerlicher Sicht ist das Risiko daher deutlich höher als das investmentaufsichtsrechtliche, das ich für sehr moderat halte.

3. Welche Rolle könnte Ihrer Einschätzung nach der Sekundärmarkt zukünftig im regulatorischen Risikomanagement institutioneller Fonds spielen, auch jenseits der aktuellen Herausforderung durch die „Vier-Objekt-Regel“?

Dachfondsstrukturen werden nach meiner Einschätzung künftig noch stärker in den Fokus institutioneller Investoren rücken, das zeigt auch die aktuelle Praxis. Aus Anlegersicht reduziert sich dadurch die immer komplexer werdende Reporting-Landschaft auf den Dachfondsmanager, was die Steuerung für den Anleger erheblich vereinfacht und weniger Ressourcen bindet.

Neben bilanziellen und steuerlichen Überlegungen lässt sich durch Investments in diverse Immobilienzielfonds eine deutlich höhere Risikostreuung erzielen. Der Sekundärmarkt kann hierbei eine wesentliche Rolle spielen, sei es zur Diversifikation, zur Stabilisierung von Fondsstrukturen oder auch zur Vermeidung einer Abwicklung, wenn Anteile über den Sekundärmarkt anderweitig platziert werden können. Das ist allerdings nur realistisch, wenn es bei einem homogenen Anlegerkreis bleibt.