

Band 11

**Schriften zur
Immobilienökonomie**

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte

Arno Väth

**Die
Grundstücks-
Investment-
aktien-
gesellschaft
als Pendant
zum REIT**

Entwicklung einer
Konzeption auf Basis
der KAGG-Novelle '98



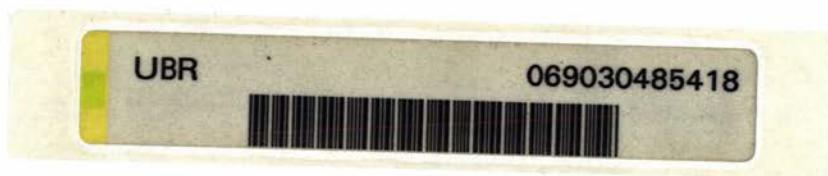
EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
Private Wissenschaftliche Hochschule
Schloß Reichartshausen



Rudolf Müller

Arno Väth

**Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT
Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98**



40ri'a-87

401/QK 530 V125
401 QT 370 V125+2

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Väth, Arno:

Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT
Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98 /

Arno Väth. –

Köln : Müller 1999

(Schriften zur Immobilienökonomie ; Bd. 11)

Zugl. : Oestrich-Winkel, Europ. Business School, Diss., 1999

ISBN 3-932687-41-8



ISBN 3-932687-41-8

© Immobilien Informationsverlag

Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 1999

Alle Rechte vorbehalten

Umschlaggestaltung: Rainer Geyer, Köln

Druck: SDK Systemdruck Köln GmbH, Köln

Printed in Germany

Das vorliegende Buch wurde auf umweltfreundlichem Papier
aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff gedruckt.

Geleitwort

Der Kapitalanlage in Immobilien kommt große wirtschaftliche Bedeutung zu. Ausschlaggebend dafür sind neben steuerlichen Gründen vor allem die Sicherheit und der Inflationsschutz, die mit Grundeigentum assoziiert werden. Die Direktanlage dominiert als Anlageform. Alternativen stellen Beteiligungen an Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds sowie an börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dar. Letztere sind derzeit jedoch fast ausnahmslos Unternehmen, die ihren ursprünglichen Geschäftszweck aufgegeben haben und nun primär als Immobilienverwerter agieren. Nur in Einzelfällen wurden Immobilien-AGs zum Zwecke der Immobilienanlage neu gegründet.

Dies überrascht insofern, als sich Immobilienkapitalanlagen ideal zur Verbrie-
fung eignen, da illiquide und großvolumige Direktanlagen - die den Großteil der
potentiellen Investoren von interessanten Marktsegmenten ausschließen - in li-
quide und „kleinpreisige“ Immobilien-Wertpapiere überführt werden können.
Neben dieser Fristen- und Losgrößentransformation sind diese dadurch ge-
kennzeichnet, daß die Anleger nicht mit immobilienspezifischen Management-
aufgaben konfrontiert werden und durch eine zweckmäßige Anlagestrategie so-
wie ein aktives Management ein echter Mehrwert geschaffen werden kann.

Als internationales Vorbild bei der Entwicklung neuer Immobilienanlagepro-
dukte gelten die US-REITs, die sich durch Anlagefokussierung und hohe Liqui-
dität auszeichnen. Ihre Regulierung im Internal Revenue Code gewährleistet
neben der steuerlichen Transparenz auch immobilienspezifischen Anleger-
schutz. Die typischen REITs sind börsennotierte Immobiliengesellschaften mit
umfangreichen spezialisierten Liegenschaftsbeständen, d.h. Anleger können
sich mit kleinen Beträgen gezielt an Unternehmen beteiligen, die bspw. in
Wohn-, Büro- oder Einzelhandelsimmobilien oder bestimmte Spezialimmobilien
investieren, und somit ihr Immobilienportfolio selbst diversifizieren.

Die direkte Übertragung der REITs auf Deutschland wird durch zwei Probleme
beeinträchtigt. Einerseits fehlt der Rechtsform der herkömmlichen AG sowohl
die Steuertransparenz als auch der immobilienspezifische Anlegerschutz. An-
dererseits hat der deutsche Gesetzgeber den Offenen Immobilienfonds die
Rolle zugewiesen, die Funktion der REITs als Medium der kollektiven Immo-

bilienanlage zu übernehmen, da deren Regulierung im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) neben der steuerlichen Transparenz auch eine immobilienspezifische Anlegerschutzkonzeption zum Inhalt hat.

Vor diesem Hintergrund verfolgt der Verfasser, Arno Väth, mit der vorliegenden Arbeit das Ziel, eine stichhaltige Argumentation und einen konzeptionellen Entwurf für die Integration eines REIT-Pendants im Rahmen des KAGG zu erarbeiten. Dieser Ansatz wurde jedoch erst durch die jüngste Novellierung des KAGG im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes zum April 1998 ermöglicht. Daraus ergeben sich zum einen im Bereich der Offenen Investmentfonds zahlreiche Argumente für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants; zum anderen hat der Gesetzgeber im KAGG die Rechtsform der Investment-AG für das Wertpapier- und Beteiligungsinvestment verankert und somit eine „Investment-Plattform“ konzipiert, die vom Verfasser unter dem Arbeitstitel „Grundstücks-Investment-AG“ zu einem REIT-Pendant weiterentwickelt wird.

Die vorliegende Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, stellt einen innovativen Beitrag an der Schnittstelle von Immobilienökonomie und Investmentrecht dar. Da Grundstücks-Investment-AGs eine sinnvolle Ergänzung der Immobilien-Produktpalette bilden und sich gegenwärtig ein Wandel vom steuerorientierten zum renditeorientierten Immobilieninvestment vollzieht, behandelt diese Arbeit ein sehr aktuelles Thema. Daher wünsche ich ihr eine positive Aufnahme in Wissenschaft und Praxis und verbinde damit die Hoffnung, daß sie innerhalb der Investmentbranche eine Diskussion über die KAGG-Integration eines REIT-Pendants auslöst.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS
Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,
insbesondere Immobilienökonomie (Stiftungslehrstuhl)
an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL Schloß Reichartshausen
Oestrich Winkel / Rheingau

Vorwort

Das Thema Immobilien-AG hat in letzter Zeit einen erheblichen Popularitätszuwachs in der Immobilienbranche erlangt. Diese Entwicklung wurde primär durch den Marktdurchbruch der US-amerikanischen REITs ausgelöst. Allerdings geht die Literatur zum Thema Immobilien-AG ausschließlich von der herkömmlichen AG als Rechtsform aus. Die entscheidende Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung eines REIT-Pendants ist jedoch eine den REITs weitgehend entsprechende Regulierung, die ebenfalls steuerliche Transparenz und Anlegerschutz gewährleistet. Da die Rechtsform der herkömmlichen AG diese Anforderungen nur beschränkt erfüllen kann, hat sich in Deutschland kein dem REIT-Konzept vergleichbares Aktiensegment etabliert.

Daher verfolgt diese Arbeit das Ziel, die Notwendigkeit aufzuzeigen, ein entsprechendes Verbriefungsvehikel im Rahmen des KAGG zu verankern und einen entsprechenden Entwurf auszuarbeiten. Dreh- und Angelpunkt der dazu gewählten Argumentation ist die Frage, inwieweit die vom Gesetzgeber der Verabschiedung des KAGG zugrunde gelegte Investmentidee, verstanden als die „Chancengleichheit aller Anleger an allen Märkten“, durch die Offenen Immobilienfonds im Vergleich zu den Wertpapierfonds umgesetzt werden kann.

Um die Antwort vorwegzunehmen: Offene Immobilienfonds eignen sich dazu nur eingeschränkt. Diese Problematik wird bei einer Betrachtung der Unterschiede zwischen den Offenen Immobilienfonds und den Wertpapierfonds besonders offensichtlich. Eine Analyse der Auswirkungen der jüngsten KAGG-Novelle von 1998 auf Kapitalanlagegesellschaften legt die Schwächen der Offenen Immobilienfonds noch deutlicher offen. Aber dieser Novelle kommt auch insofern eine Schlüsselrolle zu, als der Gesetzgeber mit der Zulassung von Investment-AGs für das Wertpapier- und Beteiligungsinvestment eine Rechtsform eingeführt hat, die sich für eine Weiterentwicklung zum REIT-Pendant anbietet. Deshalb wird auf Basis einer Untersuchung der REITs eine Konzeption für „Grundstücks-Investment-AGs“ entwickelt, die als börsennotierte geschlossene Immobilienfonds deren Funktion übernehmen könnten.

Da die Dissertation im August '98 eingereicht wurde, ist sie in steuerrechtlichen Aspekten noch auf dem seinerzeitigen Stand, d.h. die Änderungen durch die Steuerreform konnten nicht berücksichtigt werden.

Die Arbeit entstand vor allem im letzten Jahr meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL. Ohne die Unterstützung von vielen Seiten wäre sie nicht möglich gewesen:

Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, der mir die Bearbeitung des Themas ermöglichte und die Abfassung der Dissertation in allen Phasen durch wertvolle Anregungen und konstruktive Diskussion begleitete. Ganz herzlich danke ich Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner für die Übernahme des Korreferates. Großen Dank schulde ich auch Prof. Dr. Mark Eppli von der George Washington University, Washington DC, der mein Interesse an der Immobilienökonomie geweckt hat und mich beim REIT-Kapitel mit Fachliteratur und Denkanstößen unterstützt hat.

Ein weiterer Dank gilt denjenigen Vertretern von Unternehmen der Immobilienwirtschaft, die mir Anregungen und kritische Hinweise gegeben haben, insbesondere Herrn Michael von Zitzewitz, sowie meinen Freunden und Kollegen an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL und der ebs IMMOBILIENAKADEMIE für deren Unterstützung.

Besonderen Dank schulde ich Dr. Matthias Thomas und Dr. Georg Allendorf für Ermunterungen, Korrekturvorschläge und den regen Gedankenaustausch. Lisa und Wenzel Hoberg danke ich für ihre vielfältige Unterstützung ganz herzlich, vor allem Wenzel für das geduldige Korrekturlesen und seine zahlreichen Anregungen. Außerdem danke ich Dr. Rolf Heinrich für wertvolle Denkanstöße und seine Hinweise zu steuerlichen Fragestellungen, Dr. Nicole Vaaßen und Dr. Björn Isenhofer für deren moralischen Beistand sowie Frau cand. rer. pol. Nicole Dildei für die tatkräftige Unterstützung in der Endphase.

Meinen Eltern, die mir stets zur Seite standen, danke ich sehr herzlich für ihr Vertrauen.

Inhaltsübersicht

1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung.....	6
1.3 Gang der Untersuchung.....	7
2 Grundlagen	11
2.1 Regulierung des Investment vor und nach der KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes	11
2.2 Analyse der Investmentkonstruktionen und Investorentypen.....	26
2.3 Analyse der Besonderheiten des Grundstücks-Investment im Vergleich zum Wertpapier-Investment.....	48
2.4 Charakterisierung der REITs im Vergleich zu den einzelnen Alternativen der kollektiven Immobilien-Kapitalanlage	59
3 Analyse der Entwicklung der Wertpapier- und der Immobilien-Kapital- anlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98	82
3.1 Übersicht der Regulierung	82
3.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	83
3.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften.....	128
3.4 Fazit aus Anlegersicht.....	174
4 Analyse der Änderungen bei den Wertpapier- und den Immobilien- Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	178
4.1 Übersicht der Regulierung	178
4.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	181
4.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften.....	202
4.4 Fazit aus Anlegersicht.....	221

5 Analyse der REITs und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant basierend auf der Zulassung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	223
5.1 Vorgehensweise	223
5.2 REITs	225
5.3 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	274
5.4 Fazit aus Anlegersicht.....	322
6 Zusammenfassung und Ausblick	325

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Zielsetzung.....	6
1.3 Gang der Untersuchung.....	7
2 Grundlagen	11
2.1 Regulierung des Investment vor und nach der KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes	11
2.1.1 Entstehung der Investmentidee.....	11
2.1.2 Regulierung der Investmentidee durch das KAGG	14
2.1.3 Vergleich der Regulierung des Investmentgeschäfts vor und nach der KAGG-Novelle '98	16
2.1.4 Begriffsbestimmungen.....	20
2.1.4.1 Abgrenzung des Begriffs Grundstücks-Investment	20
2.1.4.2 Bezeichnungsschutz der Termini Kapitalanlagegesellschaft und Investmentaktiengesellschaft.....	22
2.1.4.3 Begriffsbestimmung der Termini Immobilien- Kapitalanlagegesellschaft und Grundstücks- Investmentaktiengesellschaft.....	24
2.2 Analyse der Investmentkonstruktionen und Investorentypen.....	26
2.2.1 Analyse der Angebotsseite: Investmentkonstruktionen.....	26
2.2.1.1 Übersicht	26
2.2.1.2 Rechtskonstruktion	27
2.2.1.3 Emissionsmodalitäten	32
2.2.1.4 Rückgabemodalitäten	34

2.2.1.5 Finanzierungsstruktur	37
2.2.1.6 Investitionsstruktur.....	38
2.2.2 Analyse der Nachfrageseite: Investorentypen	39
2.2.2.1 Übersicht	39
2.2.2.2 Rechtsstatus.....	40
2.2.2.3 Anlagehorizont	44
2.2.2.4 Anlagevolumen.....	45
2.2.2.5 Risikoeinstellung.....	46
2.2.2.6 Renditeorientierung	47
2.3 Analyse der Besonderheiten des Grundstücks-Investment im Vergleich zum Wertpapier-Investment.....	48
2.3.1 Charakteristika des Wertpapier-Investment als Sonderform der Wertpapier-Kapitalanlage	48
2.3.2 Charakteristika von Immobilien als Kapitalanlage.....	51
2.3.2.1 Charakteristika von Immobilien und Immobilienmärkten ...	51
2.3.2.2 Transaktionsproblematik	51
2.3.2.3 Bewertungsproblematik	53
2.3.2.4 Managementproblematik	54
2.3.3 Charakteristika des Grundstücks-Investment als Sonderform der Immobilien-Kapitalanlage	56
2.4 Charakterisierung der REITs im Vergleich zu den einzelnen Alternativen der kollektiven Immobilien-Kapitalanlage	59
2.4.1 Charakterisierung der REITs als Immobilienanlageprodukt.....	59
2.4.1.1 Charakteristika erfolgreicher Immobilienanlageprodukte...	59
2.4.1.2 Charakteristika der REITs	60
2.4.2 Charakterisierung der Geschlossenen Immobilienfonds und der Immobilien-Aktiengesellschaften im Vergleich zu den REITs.....	63
2.4.2.1 Charakteristika der Geschlossenen Immobilienfonds.....	63
2.4.2.2 Charakteristika der Immobilien-Aktiengesellschaften	67
2.4.2.3 Vergleich der Geschlossenen Immobilienfonds und der Immobilien-Aktiengesellschaften mit den REITs	73
2.4.3 Charakterisierung der Offenen Immobilienfonds und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu den REITs.....	76

2.4.3.1 Charakteristika der Offenen Immobilienfonds	76
2.4.3.2 Charakterisierung des Leitbildes der Grundstücks- Investmentaktiengesellschaften.....	78
2.4.3.3 Vergleich der Offenen Immobilienfonds und des Leitbildes für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften mit den REITs.....	81
3 Analyse der Entwicklung der Wertpapier- und der Immobilien-Kapital- anlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98.....	82
3.1 Übersicht der Regulierung	82
3.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	83
3.2.1 Regulierung	83
3.2.2 Konzeption	89
3.2.2.1 Übersicht	89
3.2.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	90
3.2.2.3 Aufsichtsrat.....	91
3.2.2.4 Kapitalanlagegesellschaft.....	92
3.2.2.5 Fondsmanagement	94
3.2.2.6 Sondervermögen	95
3.2.2.7 Depotbank	96
3.2.2.8 Anlageausschuß.....	98
3.2.2.9 Rechnungslegung.....	99
3.2.2.10 Steuerliche Transparenz	101
3.2.3 Angebotsanalyse.....	108
3.2.3.1 Übersicht	108
3.2.3.2 Anlagespektrum	109
3.2.3.3 Anlagevolumina.....	110
3.2.3.4 Spezialisierungsstrategie.....	113
3.2.3.5 Managementstrategie.....	120
3.2.3.6 Gründungsmethode.....	121
3.2.3.7 Beendigungsmethode	122
3.2.3.8 Emissionskostenregelung.....	122
3.2.3.9 Ausschüttungsregelung	123

3.2.3.10 Anlegerspektrum	124
3.2.3.11 Anlegervolumina.....	126
3.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften.....	128
3.3.1 Regulierung.....	128
3.3.2 Konzeption	132
3.3.2.1 Übersicht	132
3.3.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	133
3.3.2.3 Aufsichtsrat.....	134
3.3.2.4 Kapitalanlagegesellschaft.....	135
3.3.2.5 Fondsmanagement	135
3.3.2.6 Sondervermögen	137
3.3.2.7 Depotbank.....	138
3.3.2.8 Anlageausschuss.....	139
3.3.2.9 Immobilienmanagement.....	139
3.3.2.10 Sachverständigenausschuss	140
3.3.2.11 Rechnungslegung.....	143
3.3.2.12 Steuerliche Transparenz	146
3.3.3 Angebotsanalyse.....	152
3.3.3.1 Übersicht	152
3.3.3.2 Anlagespektrum	152
3.3.3.3 Anlagevolumina.....	160
3.3.3.4 Spezialisierungsstrategie.....	161
3.3.3.5 Managementstrategie.....	167
3.3.3.6 Gründungsmethode.....	168
3.3.3.7 Beendigungsmethode	168
3.3.3.8 Emissionskostenregelung.....	169
3.3.3.9 Ausschüttungsregelung	170
3.3.3.10 Anlegerspektrum	170
3.3.3.11 Anlegervolumina.....	171
3.4 Fazit aus Anlegersicht.....	174

4 Analyse der Änderungen bei den Wertpapier- und den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	178
4.1 Übersicht der Regulierung	178
4.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	181
4.2.1 Regulierung	181
4.2.2 Konzeption	182
4.2.3 Angebotsanalyse	184
4.2.3.1 Übersicht	184
4.2.3.2 Änderungen des Anlagespektrums	185
4.2.3.2.1 Ergänzungen bei den best. Fondstypen	185
4.2.3.2.2 Erweiterung um Dachfonds	187
4.2.3.2.3 Erweiterung um Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds	191
4.2.3.2.4 Erweiterung um Altersvorsorgefonds	196
4.2.3.3 Änderungen der Spezialisierungsregelung	200
4.2.3.4 Änderungen der Laufzeitregelung	201
4.2.3.5 Änderungen des Anlegerspektrums	201
4.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften	202
4.3.1 Regulierung	202
4.3.2 Konzeption	203
4.3.3 Angebotsanalyse	206
4.3.3.1 Übersicht	206
4.3.3.2 Änderungen des Anlagespektrums	207
4.3.3.2.1 Liquiditätshaltung	207
4.3.3.2.2 Liquiditätsquote	208
4.3.3.2.3 Bestellung von Erbbaurechten	208
4.3.3.2.4 Grundstücksgesellschaften	210
4.3.3.3 Änderungen der Laufzeitregelung	218
4.3.3.4 Änderungen des Anlegerspektrums	219
4.4 Fazit aus Anlegersicht	221

5 Analyse der REITs und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant basierend auf der Zulassung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	223
5.1 Vorgehensweise	223
5.2 REITs	225
5.2.1 Regulierung	225
5.2.2 Konzeption	232
5.2.2.1 Übersicht	232
5.2.2.2 Securities Exchange Commission	233
5.2.2.3 Board	234
5.2.2.4 Fondsmanagement	236
5.2.2.5 REIT-Vermögen	239
5.2.2.6 Emissionsbanken	243
5.2.2.7 Immobilienmanagement	245
5.2.2.8 Börsenbewertung	245
5.2.2.9 Rechnungslegung	254
5.2.2.10 Steuerliche Transparenz	256
5.2.3 Angebotsanalyse	259
5.2.3.1 Übersicht	259
5.2.3.2 Anlagespektrum	259
5.2.3.3 Spezialisierungsstrategie	261
5.2.3.4 Managementstrategie	265
5.2.3.5 Gründungsregelung	267
5.2.3.6 Laufzeitregelung	269
5.2.3.7 Emissionskostenregelung	270
5.2.3.8 Ausschüttungsregelung	270
5.2.3.9 Anlegerspektrum	271
5.2.3.10 Anlegervolumina	273
5.3 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	274
5.3.1 Regulierungsansatz für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf Basis der Investmentaktiengesellschaften	274
5.3.1.1 Regulierung der Investmentaktiengesellschaften	274
5.3.1.2 Regulierungsidee für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	278

5.3.2 Konzeptionsansatz für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf Basis der Investmentaktiengesellschaften	281
5.3.2.1 Übersicht	281
5.3.2.1.1 Konzeption der Investmentaktiengesellschaft ..	281
5.3.2.1.2 Konzeptionsidee der Grundstücks-Investment-aktiengesellschaften	282
5.3.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	283
5.3.2.2.1 Investmentaktiengesellschaften	283
5.3.2.2.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	283
5.3.2.3 Aufsichtsrat	284
5.3.2.3.1 Investmentaktiengesellschaften	284
5.3.2.3.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	284
5.3.2.4 Fondsmanagement	285
5.3.2.4.1 Investmentaktiengesellschaften	285
5.3.2.4.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	286
5.3.2.5 Gesellschaftsvermögen	288
5.3.2.5.1 Investmentaktiengesellschaft	288
5.3.2.5.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	292
5.3.2.6 Depot- und Emissionsbanken	296
5.3.2.6.1 Investmentaktiengesellschaften	296
5.3.2.6.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	296
5.3.2.7 Sachverständigenausschuß	297
5.3.2.7.1 Investmentaktiengesellschaften	297
5.3.2.7.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	298
5.3.2.8 Immobilienmanagement	299
5.3.2.8.1 Investmentaktiengesellschaften	299
5.3.2.8.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	299
5.3.2.9 Börsenbewertung	300
5.3.2.9.1 Investmentaktiengesellschaften	300
5.3.2.9.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	301
5.3.2.10 Rechnungslegung	302
5.3.2.10.1 Investmentaktiengesellschaften	302
5.3.2.10.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ..	303
5.3.2.11 Steuerliche Transparenz	304

5.3.2.11.1 Investmentaktiengesellschaften.....	304
5.3.2.11.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	304
5.3.3 Analyse des potentiellen Angebots der Grundstücks-Investment- aktiengesellschaften in Anlehnung an die Angebotsanalyse der REITs	311
5.3.3.1 Übersicht	311
5.3.3.2 Anlagespektrum	312
5.3.3.3 Spezialisierungsstrategie.....	313
5.3.3.4 Managementstrategie.....	316
5.3.3.5 Gründungsregelung.....	318
5.3.3.6 Laufzeitregelung	319
5.3.3.7 Emissionskostenregelung.....	319
5.3.3.8 Ausschüttungsregelung	319
5.3.3.9 Anlegerspektrum	320
5.3.3.10 Anlegervolumina.....	322
5.4 Fazit aus Anlegersicht.....	322
6 Zusammenfassung und Ausblick	325
Literaturverzeichnis	332

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gang der Untersuchung	8
Abbildung 2: Vorschlag zur strukturellen Neugestaltung des deutschen Investmentrechts durch Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992	17
Abbildung 3: Realisierung der strukturellen Neugestaltung des deutschen Investmentrechts durch die KAGG-Novelle '98 im Vergleich zum Vorschlag von Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992	17
Abbildung 4: Internationaler Stand der Ländernormen im Investmentgeschäft un- ter Berücksichtigung der Wirkungseinschätzung der KAGG-Novelle '98 und des Vorschlags von Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992 ...	20
Abbildung 5: Begriffliche Abgrenzung des Grundstücks-Investment.....	21
Abbildung 6: Übersicht der Investmentkonstruktionen	26
Abbildung 7: Übersicht der Investorentypen	39
Abbildung 8: Segmentierung der privaten Investoren	40
Abbildung 9: Segmentierungen der institutionellen Investoren	43
Abbildung 10: Charakteristika des Wertpapier-Investment als Sonderform der Wertpapier-Kapitalanlage.....	50
Abbildung 11: Typische Transaktionsformen bei Immobilien-Kapitalanlagen differenziert nach direktem und indirektem Eigentumserwerb ..	51
Abbildung 12: Charakteristika des Grundstücks-Investment als Sonderform der Immobilien-Kapitalanlage	57
Abbildung 13: Gegenüberstellung der Charakteristika der REITs mit den Charakteristika der deutschen Grundstücksgesellschaften	74
Abbildung 14: Durchschnittskapitalisierung der REITs im Vergleich zu den Immo-AGs des E&G-Dimax (Stand Ende 97 / Anfang 98)	75
Abbildung 15: Konzeptionelle Positionierung des Leitbildes der Grundstücks- Investmentaktiengesellschaft zwischen den Immobilien-Aktien- gesellschaften und den Offenen Immobilienfonds	80

Abbildung 16: Gegenüberstellung der Charakteristika der REITs mit den Charakteristika der Offenen Immobilienfonds und dem Leitbild für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	81
Abbildung 17: Übersicht der Entwicklungsphasen der Regulierung der Kapitalanlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98.....	82
Abbildung 18: Konzeption des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98	90
Abbildung 19: Beispiel zur Wirkung des Transparenzprinzips bei Aktienfonds ...	102
Abbildung 20: Steuerpflicht der Einnahmearten von Wertpapierfonds	104
Abbildung 21: Besteuerung der Investmenterträge von Wertpapierfonds	106
Abbildung 22: Übersicht der Analyse des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98	109
Abbildung 23: Entwicklung der Aktienfonds (1993-1997)	111
Abbildung 24: Entwicklung der Rentenfonds (1993-1997)	111
Abbildung 25: Entwicklung der Gemischten Fonds (1993-1997)	112
Abbildung 26: Entwicklung der Geldmarktfonds (1993-1997)	112
Abbildung 27: Differenzierung des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften in Standard- und Spezialitätenfonds.....	114
Abbildung 28: Konzeption der Offenen Immobilienfonds als Fondsangebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Nov.'98 ...	133
Abbildung 29: Aufgabenbereiche des Fondsmanagement einer Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft	136
Abbildung 30: Ergebniskomponenten der Fondsrendite am Beispiel des Haus-Invest-Fonds Rechenschaftsberichts 1997/98	145
Abbildung 31: Steuerpflicht der Einnahmearten von Offenen Immobilienfonds	148
Abbildung 32: Besteuerung der Investmenterträge Offener Immobilienfonds ...	150
Abbildung 33: Analyse der Offenen Immobilienfonds als Angebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Nov. '98	152

Abbildung 34: Anlagegrenzen der Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung Offener Immobilienfonds vor der KAGG-Novelle '98.....	154
Abbildung 35: Anlagegrenzen des Immobilienanteils Offener Immobilienfonds vor der KAGG-Novelle '98.....	157
Abbildung 36: Entwicklung der Offenen Immobilienfonds (1990-1997)	161
Abbildung 37: Differenzierung des Fondsangebots der Immobilien-Kapitalan- lagegesellschaften in Standard- und Spezialitätenfonds.....	164
Abbildung 38: Klassifizierung in großenabh. Spezialitätenfonds und Darstellung der Auswirkungen auf die Einzelobjektvolumina (Mio. DM)	165
Abbildung 39: Auswirkungen der Anlegeranzahl und des Fonds volumens auf die durchschnittl. Beteiligungshöhe bei Immobilien-Spezialfonds.....	172
Abbildung 40: Auswirkungen des Gesamtanlagevolumens und des Immobilien- anteils auf das Immobilienanlagevolumen institutioneller Invest- oren	173
Abbildung 41: Anlagecharakteristika des Fondsangebots der Wertpapier- Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98	174
Abbildung 42: Anlegerpotential des Fondsangebots der Wertpapier-Kapital- anlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98	175
Abbildung 43: Anlagecharakteristika Offener Immobilienfonds als Angebot der Im- mobiliens-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Nov. '98 ...	176
Abbildung 44: Anlegerpotential der Offenen Immobilienfonds als Angebot der Im- mobiliens-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Nov. '98....	177
Abbildung 45: Übersicht der Änderungen in der Regulierung der Kapitalanlage- gesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	179
Abbildung 46: Konzeption der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften ohne ei- genst. Immobilien-Kapitalanlagen nach der KAGG-Nov. '98	183
Abbildung 47: Konzeption der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften mit ei- genst. Immobilien-Kapitalanlagen nach der KAGG-Nov. '98...	183
Abbildung 48: Übersicht der Änderungen des Fondsangebots der Wertpapier- Kapitalanlagegesellschaften aus Anlegersicht	185

Abbildung 49: Anlagerahmen und -restriktionen der Dachfonds	188
Abbildung 50: Anlagerahmen und -restriktionen der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds	192
Abbildung 51: Anlagerahmen und -restriktionen der Altersvorsorgefonds	197
Abbildung 52: Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ohne Immobilien-Dienstleistungsangebot nach der KAGG-Nov. '98	203
Abbildung 53: Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mit Immobilien-Dienstleistungsangebot nach der KAGG-Nov. '98	205
Abbildung 54: Übersicht der Änderungen des Fondsangebots bei den Offenen Immobilienfonds durch die KAGG-Novelle '98	207
Abbildung 55: Änderungen der Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bezüglich der Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung	215
Abbildung 56: Änderungen der Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bezüglich der Grundstücke und der Grundstücksgesellschaften	216
Abbildung 57: Bezugsebenen und -punkte des Entwurfs für Grundstücks- Investmentaktiengesellschaften	223
Abbildung 58: Übersicht der Regulierung der REITs durch den IRC	225
Abbildung 59: Entwicklung der Kapitalisierung der REITs in \$Mrd. ('87 - '97) ...	230
Abbildung 60: Entwicklung der Anzahl der REITs ('87 - '97)	230
Abbildung 61: Performance der REITs versus S&P 500 (zum 30. Juni '98).....	231
Abbildung 62: Konzeption der REITs	233
Abbildung 63: Unternehmensüberwachung bei REITs versus deutsche AGs bzw. Investmentaktiengesellschaften	235
Abbildung 64: Ablaufschema der Formierung eines UPREIT	240
Abbildung 65: Ablaufschema eines REIT-Initial Public Offerings	244
Abbildung 66: Ermittlung von Net Operating Income (NOI) und Net Income (NI).....	246
Abbildung 67: Ermittlung von Funds from Operations (FFO) und Adjusted Funds from Operations (AFFO).....	247

Abbildung 68: Ermittlung des NAV und der NAV-Abweichung am Beispiel zweier Neighborhood Shopping Center REITs	249
Abbildung 69: Green Street Advisors' Track Record	252
Abbildung 70: Green Street Advisors' Schätzung der NAV-Abweichungen für alle REITs und Blue Chip REITs (Januar 1992 - März 1997)	252
Abbildung 71: Beispiel zur Besteuerung von REOCs	257
Abbildung 72: Beispiel zur Besteuerung von REITs	257
Abbildung 73: Übersicht des Fondsangebots der REITs	259
Abbildung 74: Differenzierung der REITs als Fondsangebot in Standard- und Spezialitätenfonds	263
Abbildung 75: Regulierung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	277
Abbildung 76: Übersicht der Regulierungsidee für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	280
Abbildung 77: Konzeption der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	281
Abbildung 78: Konzeptionsidee der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	282
Abbildung 79: Beispiel zur Wirkungsweise des Anrechnungsverfahrens	305
Abbildung 80: Beispiel zur Wirkungsweise des § 6b EStG	306
Abbildung 81: Gewerbesteuerpflicht der Ertragsarten der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften	309
Abbildung 82: Steuerpflicht der Einnahmearten der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften	310
Abbildung 83: Übersicht des potentiellen Fondsangebots der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	311
Abbildung 84: Anlagegrenzen der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften bezüglich Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung	312

Abbildung 85: Anlagegrenzen der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften bezüglich Grundstücke und Grundstücksgesellschaften	313
Abbildung 86: Ableitung und Gegenüberstellung der Unterschiede im Management zwischen Offenen Immobilienfonds und den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften	317
Abbildung 87: Anlagecharakteristika der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in Anlehnung an die Untersuchung der REITs	323
Abbildung 88: Anlegerpotential der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in Anlehnung an die Untersuchung der REITs	324
Abbildung 89: Gegenüberstellung der Offenen Immobilienfonds mit den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften.....	327

Abkürzungsverzeichnis

AfA	Absetzung für Abnutzung
AFFO	Adjusted Funds from Operations
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen
AVB	Allgemeine Vertragsbedingungen
BaKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BauGB	Baugesetzbuch
BauNVO	Verordnung über die bauliche Nutzung der Grundstücke (Baunutzungsverordnung)
BausparkG	Bausparkassengesetz
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
Bes. Vor.	Besondere Vorschriften
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGF	Bruttogeschoßfläche
BörsG	Börsengesetz
BT	Bundestag
BVB	Besondere Vertragsbedingungen

ca.	circa
CREM	Corporate Real Estate Management
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Model
e. Gen.m.b.H.	eingetragene Genossenschaft mit beschränkter Haftung
EG	Europäische Gemeinschaft
ErbbauV	Verordnung über das Erbbaurecht
EST	Einkommensteuer
EstG	Einkommensteuergesetz
et al.	et aliter
etc.	et cetera
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
f.; ff.	folgende; fortfolgende
FFO	Funds from Operations
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
Fonds-VV	Fondsgebundene Vermögensverwaltung
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GF	Geldmarktfonds
ggf.	gegebenenfalls
GIAG	Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft
GIF	Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung

GG	Grundstücksgesellschaft
GmbH & Co KG	Kommanditgesellschaft mit GmbH als Komplementär
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GSA	Green Street Advisors
HB	Handelsblatt
HGB	Handelsgesetzbuch
HIP-Investor	High Income Potential-Investor
Hrsg.	Herausgeber
IAG	Investmentaktiengesellschaft
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.e.S.	im engeren Sinne
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
IPO	Initial Public Offering
IRC	Internal Revenue Code
k.A.	keine Angaben
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KESt	Kapitalertragsteuergesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz

KWG	Gesetz über das Kreditwesen
M&A	Mergers and Acquisitions
M-DAX	DAX-Nebenindex für mittelgroße AGs
MwSt.	Mehrwertsteuer
NAV	Net Asset Value
NI	Net Income
NOI	Net Operating Income
Nov.	Novelle
NYSE	New York Stock Exchange
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren
OIF	Offene Immobilienfonds
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasserangabe
oHG	offene Handelsgesellschaft
p.a.	per annum
PSI	Positive Spread Investment
rd.	rund
REIT	Real Estate Investment Trust
REOC	Real Estate Operating Company
RM	Reichsmark
Rz.	Randziffer
SEC	Securities Exchange Commission
SPO	Secondary Public Offering
SV	Sondervermögen
TRA	Tax Reform Act
u.a.	unter anderem

u.U.	unter Umständen
UBG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UP	Umbrella Partnership
UStG	Umsatzsteuergesetz
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
WEG	Gesetz über das Wohnungseigentum und das Dauerwohnrecht
WertR	Wertermittlungsrichtlinien
WertV	Wertermittlungsverordnung
WF	Wertpapierfonds
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZAST	Zinsabschlagsteuer

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Immobilien bzw. Immobilienanlageprodukte konkurrieren mit Aktien und Renten sowie anderen Formen der Kapitalanlage um die Gunst der Investoren.¹ Im Gegensatz zu den nationalen und internationalen Finanzmärkten, die ständig innovative Anlageprodukte hervorbringen, „scheint sich diesbezüglich auf dem Markt für Immobilien-Kapitalanlagen auf den ersten Blick wenig zu tun.“² Für potentielle Anleger kommen neben der Immobilien-Direktanlage vorwiegend die traditionellen Anlageprodukte in Form von Geschlossenen und Offenen Immobilienfonds sowie seit kurzem auch Immobilien-Aktiengesellschaften in Frage.³ Mit diesem Produktsortiment ergibt sich allerdings im internationalen Vergleich ein Entwicklungsrückstand, denn „der Immobilienanlagemarkt in Deutschland steckt in vielerlei Hinsicht noch in den Kinderschuhen.“⁴

Aus internationaler Sicht gelten bei der Entwicklung neuer Immobilienanlageprodukte die US-amerikanischen Real Estate Investment Trusts (REITs) als Maß aller Dinge.⁵ Besonders in Europa widmet man sich seitens der Wissenschaftsdisziplin Immobilienökonomie⁶ der Entwicklung von Anlageformen mit den Charakteristika der REITs. Auch seitens der Immobilien- und Finanzwirtschaft gehen zunehmend Impulse zur Konzeption vergleichbarer Immobilienanlageprodukte aus.

REITs sind Unternehmen, deren Geschäftszweck in der immobilienbezogenen Kapitalanlage für ein breites Anlegerpublikum liegt. In dieser Funktion können sie als Eigenkapitalinvestoren und auch als Fremdkapitalfinanciers auftreten.

¹ Vgl. Schulte / Allendorf / Ropeter, Immobilieninvestition, S. 509.

² Schlag, Innovative Formen, S. 2. Siehe dazu auch die dort aufgeführte Literatur.

³ Vgl. Buhwien, Immobilienanlagemarkt, S. 73.

⁴ Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 527.

⁵ Bezeichnend dazu die Aussage von Suzman (Grail, S. 20), die Entwicklung eines Gegenstücks zum REIT in Großbritannien betreffend: „Unlike the Searchers for the mythical grail, however, modern day property knights know exactly what they are looking for: an equivalent of the highly successful US Real Estate Investment Trusts.“

⁶ Siehe zur wissenschaftstheoretischen Konzeption der Immobilienökonomie Schulte / Schäfers, Immobilienökonomie, S. 97ff.

Daher werden Equity REITs (Eigenkapitalinvestoren), Mortgage REITs (Fremdkapitalfinanciers) und Hybrid REITs (Mischform) unterschieden.

Die Geschäftstätigkeit kann sich auf einzelne oder mehrere Immobilien erstrecken. REITs sorgen durch die Immobilienorientierung für ein relativ hohes Maß an Sicherheit, während die übliche Börsennotierung Liquidität gewährleistet. Die Rentabilität ergibt sich neben eventuellen Kursveränderungen vor allem durch die laufende Ausschüttung, die mindestens 95% des Jahresgewinns betragen muß. Die Besonderheit der REITs besteht v.a. darin, daß sie als Unternehmen steuerbefreit sind, d.h. sie unterliegen nicht der Corporate Income Tax. Für diesen Tax-Exempt Status müssen über den Zwang zur Ausschüttung hinaus jedoch noch zusätzliche Voraussetzungen erfüllt werden.⁷ Der angesprochene Modellcharakter hinsichtlich der Entwicklung neuer Immobilienanlageprodukte kommt jedoch lediglich den Equity REITs zu, da nur diese ausschließlich als Eigenkapitalinvestoren tätig sind.

Die REITs konnten sich aber erst durch einige Änderungen der rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den letzten Jahren zum heutigen „State of the Art“-Immobilienanlageprodukt entfalten. Seither strebten zahlreiche Immobilienentwickler und -investoren das Going Public als Equity REITs an, um sich neue Kapitalquellen zu erschließen. Gleichzeitig suchten Investoren - speziell Pension Funds - den Einstieg in REITs, um Zugang zu deren Managementkapazitäten zu bekommen und ihre illiquiden Direktanlagen und Fondsbesitzungen in liquide REIT-Anteile zu überführen.⁸ Weitere Argumente für REIT-Engagements sind neben der Liquidität die Steuerbefreiung, die Transparenz, der Spezialisierungsgrad, das Diversifikationspotential, die Finanzierungsflexibilität und die ausgeprägte Shareholder Value-Orientierung dieses Immobilienanlageprodukts.

Die Ursache für diese Umschichtung liegt darin, daß REITs die Nachteile von Immobilien und Immobilienmärkten überwinden und die Immobilienanlage auf eine Stufe neben Aktien und Anleihen stellen. Dadurch wird die „Corporatiza-

⁷ Vgl. NAREIT, FAQs, S. 2.

⁸ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 40.

tion of Income-Producing Real Estate"⁹ möglich. Die REITs lösten aber nicht nur den Transformationsprozeß der Immobilienbranche von Private Markets zu Public Markets aus, sondern verursachen auch einen Konsolidierungsprozeß:¹⁰

„On every count it is clear that the real estate industry will continue its consolidation process over the next 20 to 25 years. This evolution is driven by the same forces which have generated consolidation of other capital-intensive industries. Real estate is not immune to these forces. In fact, its extreme capital intensity makes it particularly prone to consolidation now that capital is being effectively priced to the sector. It will take two or three more down cycles in the industry to complete this transition. However, when it is completed, real estate will have an industry structure similar to that of other capital-intensive industries.“¹¹

Diese Einschätzung hat sich in kurzer Zeit fest etabliert und selbst Kritiker der Argumentation sind sich einig, daß die Konsolidierung des Immobilienanlage- marktes durch REITs nicht mehr aufzuhalten sei.¹² Sam Zell als einer der führenden Immobilieninvestoren und -financiers prognostiziert: „The REIT is going to be the major source of equity capital for the real estate business.“¹³

Die ersten REITs haben schon Akquisitionen in Europa - speziell Großbritannien - getätigt oder Immobiliengesellschaften ins Leben gerufen, um die REIT- Konzeption auf den europäischen Markt zu übertragen.¹⁴ So hat bspw. der o.g. Sam Zell vor kurzem einen \$1 Mrd. Fonds namens New Europe Properties initiiert, der später als REIT an der NYSE notiert werden soll; die dahinter stehende Anlagestrategie beschreibt er folgendermaßen: „We want to bring liquidity and focus to Europe, and the biggest piece of that approach will be the scale (...). Europeans still view real estate as a collection of assets - a few buildings here and there. We want to consolidate on a worldwide basis.“¹⁵

⁹ Black, Renaissance, S. 1.

¹⁰ Vgl. Linneman, Changing, S. 24ff.; Ziering / Winograd / McIntosh, Evolution, S. 21ff. sowie ähnlich v. Zitzewitz, Immobilie, S. 1ff.

¹¹ Linneman, Changing, S. 33.

¹² Vgl. Vogel, Conventional Wisdom, S. 11ff.

¹³ Black, Renaissance, S. 10.

¹⁴ Vgl. Frampton, goes global, S. 41; Lopatin, Industrial REIT, S. 48; Catalano / Wheatley, on a roll?, S. 58ff.; Wheatley, Fresh Frontiers, S. 52ff.; Licher / Stein / Westrup, EuroPhorie, S. 121; o.V., Amerikaner kommen, S. 3.

¹⁵ o.V., Zell, S. 48; Wheatley, Fresh Frontiers, S. 52.

Diesen optimistischen Zukunftsaussichten für die REITs in den USA stehen eher pessimistische Erwartungen für die hierzulande etablierten Immobilienanlageprodukte gegenüber, da sowohl die Geschlossenen Immobilienfonds¹⁶ als auch die Offenen Immobilienfonds¹⁷ zunehmend in der öffentlichen Kritik stehen. Dabei sind die Beanstandungen an den Offenen Immobilienfonds insofern brisant, als diese durch das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) einer investmentrechtlichen Regelung unterworfen sind, die neben der steuerlichen Transparenz vor allem Anlegerschutz gewährleisten soll.

Nicht zuletzt wegen dieser Kritik werden Immobilien-Aktiengesellschaften verstärkt als Alternative propagiert.¹⁸ Obwohl die bestehenden deutschen Immobilienaktien aus verschiedenen Gründen nicht mit REIT-Shares vergleichbar sind, ist seitens des Anlegerpublikums ein zunehmendes Kaufinteresse festzustellen und seitens der Immobilienbranche zumindest eine gedankliche Auseinandersetzung mit Börsengängen zu beobachten. Auch die Banken schenken Immobilienaktien eine erhöhte Aufmerksamkeit: So wird bspw. mit dem E&G-Dimax seit 1995 ein Immobilienaktienindex durch das Bankhaus Ellwanger & Geiger veröffentlicht (49 Werte).¹⁹ Einen ähnlichen Index, der aber nur 12 Werte enthält, hat die West-LB im Jahr 1996 entwickelt.²⁰ Außerdem denken einige Banken ernsthaft darüber nach, in absehbarer Zeit börsennotierte Immobiliengesellschaften nach dem Vorbild der REITs aufzulegen.²¹ Deren Erfolgschancen werden aus verschiedenen Gründen positiv beurteilt:

Zum einen sind die REITs als der Prototyp der börsennotierten Immobiliengesellschaft schon seit längerem bei deutschen Anlegern als Alternative etabliert. Im größeren Umfang investieren Deutsche jedoch erst seit 1996 in REITs, da

¹⁶ Vgl. Hetzer / Jensen / Loipfinger, Poröses Fundament, S. 179ff.; o.V., Ruinenfonds, S. 1f.

¹⁷ Vgl. Friedemann, Unter Druck, S. 17; o.V., Offene Kritik, S. 419.

¹⁸ Vgl. Reimer, Wenige Perlen, S. 222f.; Hetzer / Jensen / Loipfinger, Phantasie, S. 157.

¹⁹ Vgl. Beck, Immobilienaktienindex, S. 4. Siehe dazu Thomas, Performanceindex, S. 143ff.

²⁰ Vgl. WestLB Research, Immobilienaktien, S. 13f.

²¹ So erwägt bspw. die Westdeutsche Immobilienbank die Gründung einer derartigen Immobilien-AG, wobei ein Mindestvolumen von DM 500 Mio., besser DM 1 Mrd. als Größenordnung genannt wird. Als Anlegergruppen werden Investoren aus dem britischen und nordamerikanischen Raum avisiert (Vgl. Stinner, ausländischen Partnern, S. 5). Auch die Deutsche Bank arbeitet derzeit über ihre Tochter Deutsche Grundbesitz Investment GmbH an einer Immobilien-AG (Vgl. o.V., GBI, S. 3).

seitdem von verschiedenen Banken erfolgreich Aktienfonds angeboten werden, die ausschließlich in REITs anlegen.²² Neben diesen inländischen REIT-Dachfonds konnten sich auch ähnliche im Ausland initiierte Real Estate Funds²³ sowie die Security Capital U.S. Realty als REIT-Holding-Investmentgesellschaft beim deutschen Anlegerpublikum etablieren.²⁴ Auch institutionelle Anleger investieren zunehmend in REITs. Daraus läßt sich schließen, daß für das Anlagemedium REIT - in Originalform - hierzulande bereits eine gewisse Marktakzeptanz existiert. Dies dürfte die Übertragung erleichtern bzw. fördern.

Außerdem könnten die Erfolgsschancen börsennotierter Immobilien gesellschaften durch die aktuellen Entwicklungen am Aktienmarkt unterstützt werden. An erster Stelle ist darauf hinzuweisen, daß die im internationalen Vergleich unterentwickelte Aktienkultur Deutschlands zahlreiche Impulse bekommen hat.²⁵ Zum Beispiel hat die Werbekampagne für die Telekom-Aktie im Jahr 1997 die Aktie als langfristige Kapitalanlage ins Bewußtsein der Öffentlichkeit gerückt und Hemmschwellen beim Aktienerwerb abgebaut.²⁶ Auch die zunehmende Berichterstattung über das Geschehen an den Finanzmärkten in den Medien ist positiv zu werten. Zudem dürfte vor dem Hintergrund der schwelenden Rentenkrise der Aktienanlage zum Zwecke der Altersvorsorge eine erhebliche finanzielle Bedeutung zukommen.²⁷ Die dadurch gesteigerte Marktakzeptanz der Aktie beim Anlegerpublikum dürfte sich auch positiv auf Immobilienaktien als Anlagemedium auswirken.

²² Dazu zählen folgende Fonds: Amadeus U.S. Real Estate Securities Funds (European Investors / Dresdner Bank), DG-Lux Lacuna (DG-Bank), Hypo-Skyline (Hypo Securities / Bayerische Hypotheken- und Wechselbank), DekaTeam Immoflex (J.P. Morgan / Deka, Sparkassen-Finanzgruppe) sowie Primus (DBRA / Deutsche Bank). Vgl. dazu auch Boer, Immobilien, S. 28; Reichel, Fonds, S. 45; Licher / Stein / Westrup, Heat, S. 124ff.

²³ Dabei handelt es sich i.d.R. um US-initiierte Fonds wie z.B. den Morgan Stanley Real Estate Fund, den Alliance Capital Management Real Estate Funds oder den Davis Real Estate Fund.

²⁴ Die Security Capital U.S. Realty ist eine Luxemburger Gesellschaft, die in Amsterdam an der Börse notiert ist und sich als strategischer Investor an einer Reihe REITs beteiligt hat, auf deren Geschäftspolitik sie maßgeblichen Einfluß nimmt. Für diese Gesellschaft hat die Commerzbank bei zwei Kapitalerhöhungen 1997 allein DM 800 Mio. innerhalb weniger Tage von deutschen Investoren beschafft (Vgl. Boer, Immobilien, S. 28).

²⁵ Vgl. v. Rosen, Aktienförderung, S. 466.

²⁶ Vgl. Loehr, Aktienkultur, S. 1115.

²⁷ Vgl. v. Freyend, Perspektiven, S. 11.

Schließlich wird die Übertragung der REIT-Konzeption auf Deutschland auch durch drei absehbare Entwicklungstendenzen auf den Immobilienanlagemärkten begünstigt: Erstens steht die deutsche Immobilienwirtschaft am Übergang von der Steuerorientierung zur Renditeorientierung, da sich mittelfristig eine Steuerreform abzeichnet.²⁸ Deren Folgen dürften sich ähnlich auswirken wie der Tax Reform Act von 1986 in den USA, der wesentlich zum Durchbruch der REITs als Anlagemedium beigetragen hat. Zweitens wird die zunehmende Professionalisierung und Performanceorientierung der Immobilienbranche tendenziell die indirekte Kapitalanlage in Immobilien fördern, denn entwickelte Immobilienmärkte zeichnen sich durch differenzierte börsennotierte Immobilienanlageprodukte aus.²⁹ Schließlich forciert die baldige Einführung des Euro die Europäisierung des Immobilienanlagemarktes, da Wechselkursrisiken eliminiert werden.³⁰ Auch diese Entwicklung würde ein Anlagemedium mit den Charakteristika von REITs nachhaltig begünstigen, da sich mit indirekten Anlageformen die bestehenden Markteintrittsbarrieren überwinden lassen.

1.2 Zielsetzung

Eine direkte Übertragung der REITs auf Deutschland ist jedoch wegen steuerlicher Probleme in der Rechtsform der herkömmlichen AG nicht möglich. Daher besteht die Zielsetzung dieser Arbeit darin, aufzuzeigen, warum neben den Offenen Immobilienfonds im Rahmen des KAGG ein REIT-Pendant als Anlagealternative verankert werden sollte und wie sich eine solche Konzeption in Form von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften darstellen könnte. Dadurch soll ein erster wissenschaftlicher Beitrag für eine Übertragung der REIT-Konzeption auf Deutschland geleistet werden. Aus diesem Ansatz ergeben sich folgende zwei Zielsetzungen:

Zum einen sind die konstruktionsbedingten Charakteristika sowie die Vor- und Nachteile der Offenen Immobilienfonds aufzuzeigen, um eine Argumentationsgrundlage für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants aufzubauen. Diese

²⁸ Vgl. Reimer, Wenige Perlen, S. 222.

²⁹ Vgl. Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 511.

³⁰ Vgl. o.V., ohne Grenzen, S. 28ff.; Licher / Stein / Westrup, Fremdgehen, S. 118ff.

Charakterisierung soll auf einem Vergleich zum Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften basieren, wobei die Auswirkungen der aktuellen KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes (KAGG-Novelle '98) gesondert zu berücksichtigen sind.

Zum anderen sind analog die konstruktionsbedingten Charakteristika sowie die Vor- und Nachteile der REITs darzustellen. Auf dieser Basis wird aufgezeigt, wie die im Rahmen der KAGG-Novelle '98 neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften (de lege lata-Konzeption) zu Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant (de lege ferenda-Konzeption) ausgestaltet werden könnten. Dabei fließen wiederum zahlreiche konstruktionsspezifische Anpassungen ein, die der Gesetzgeber vornahm, als er die Offenen Immobilienfonds aus den Wertpapierfonds entwickelte, d.h. deren Analyse dient nicht nur der Argumentation, sondern indirekt auch als Grundlage der Konzeption.

1.3 Gang der Untersuchung

Als Beurteilungsmaßstab für den Sinn und Zweck einer potentiellen KAGG-Regelung von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften sind die Positionen des Gesetzgebers, der Kapitalanlagegesellschaften und der Anleger denkbar. Darunter erscheint die Position der potentiellen Investoren als wichtigster Beurteilungsmaßstab, da das KAGG dazu dienen soll, die Investmentidee³¹ - verstanden als „Chancengleichheit aller Anleger an allen Anlagemärkten“³² - durchzusetzen. Daher wird gezeigt, daß die Übertragung der REIT-Konzeption die Umsetzung der Investmentidee im Immobilienbereich verbessern könnte, wobei der Entwicklungsstand der Investmentidee im Wertpapierbereich als Vergleichsmaßstab herangezogen wird (Abbildung 1).

³¹ Siehe zur Entwicklung der Investmentidee v.a. Laux, Investmentfonds-Philosophie, S. 64ff. Eine interessante Interpretation der Investmentidee findet sich bei Sögtrop (Beteiligungsfonds, S. 81), der die Brücke zu noch größeren Idealen schlägt: „Und das bedeutet nicht mehr und nicht weniger als der Schlachtruf der Französischen Revolution: „Chancengleichheit“, das ist *Egalité*, „für jedermann“, das ist *Fraternité* und „an allen Märkten“, das ist *Liberté*. Das ist die message, die Botschaft.“

³² Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 9.

1. Kapitel: Einleitung	
2. Kapitel: Grundlagen	
2.1 Regulierung des Investment vor und nach der KAGG-Novelle des 3. FMFG	
2.2 Systematisierung der Investmentmodelle und Investorentypen	
2.3 Besonderheiten des Grundstücks-Investment im Vergleich zum Wertpapier-Investment	
2.4 Charakterisierung der REITs im Vergleich zu den deutschen Immobilienanlageprodukten	
3. Kapitel: Analyse der Entwicklung der Wertpapier- und der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98	
3.1 Übersicht	
3.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	3.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften
	3.3.1 Regulierung
3.2.1 Regulierung	3.3.2 Konzeption
	3.3.3 Marktanalyse
3.2.2 Konzeption	
3.2.3 Marktanalyse	
3.4 Fazit aus Anlegersicht	
4. Kapitel: Analyse der Änderungen bei den Wertpapier- und den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	
4.1 Übersicht	
4.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften	4.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften
	4.3.1 Änderungen der Regulierung
4.2.1 Änderungen der Regulierung	4.3.2 Änderungen der Konzeption
	4.3.3 Marktanalyse der Änderungen
4.2.2 Änderungen der Konzeption	
4.2.3 Marktanalyse der Änderungen	
4.1 Fazit aus Anlegersicht	
5. Kapitel: Analyse der REITs und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant basierend auf der Zulassung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98	
5.1 Übersicht	
5.2 REITs	5.3 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften
	5.3.1 Regulierung
5.2.1 Regulierung	5.3.2 Konzeption
	5.3.3 Marktanalyse
5.2.2 Konzeption	
5.2.3 Marktanalyse	
5.4 Fazit aus Anlegersicht	
6. Kapitel: Zusammenfassung und Ausblick	

Abbildung 1: Gang der Untersuchung

Der Grundlagenteil beginnt mit einer Gegenüberstellung der Regulierung des Investmentgeschäfts vor und nach der aktuellen Novellierung durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz, um den rechtlichen Kontext herzustellen. Die anschließende Übersicht der einzelnen Investmentkonstruktionen und der verschiedenen Investorentypen deckt die konzeptionellen Grundlagen des Fonds geschäfts auf der Angebots- und Nachfrageseite ab. Im Hinblick auf die Zielsetzung sind außerdem die wirtschaftlichen Besonderheiten des Grundstücks-

Investments im Vergleich zum Wertpapier-Investment aufzuzeigen. Abschließend erfolgt eine kurze Charakterisierung der REITs im Vergleich zu den Geschlossenen Fonds und den Immobilien-Aktiengesellschaften, sowie eine entsprechende Gegenüberstellung mit den Offenen Immobilienfonds und dem Leitbild für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften. Somit wird der Bezugsrahmen für den weiteren Untersuchungsverlauf aufgespannt.

Im dritten Kapitel wird analysiert, inwieweit die Investmentidee bis zur aktuellen KAGG-Novelle im Wertpapier- und im Immobilienbereich umgesetzt ist. Die Untersuchung beginnt mit der Betrachtung der Regulierung, Konzeption und des daraus resultierenden Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften. Dementsprechend wird aufgezeigt, wie sich daraus die Regulierung und Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften entwickelt hat, und wie sich das Angebot der Offenen Immobilienfonds darstellt. In einem kurzen Fazit werden die konstruktionsbedingten Anlagecharakteristika und die daraus resultierenden Anlegerpotentiale beider Fondsklassen gegenübergestellt und in bezug auf die Umsetzung der Investmentidee beurteilt.

Das vierte Kapitel untersucht anhand derselben Vorgehensweise die Konsequenzen, die sich aus der aktuellen KAGG-Novelle für die Umsetzung der Investmentidee im Wertpapier- und im Immobilien-Bereich ergeben dürften. Daraus werden zunächst die Änderungen und Ergänzungen in der Regulierung, der Konzeption und dem Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vorgestellt. Auch die Konsequenzen der KAGG-Novelle '98 für die Offenen Immobilienfonds und die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sind analog zu untersuchen. Die zu erwartenden vielfältigen Auswirkungen auf das Fonds- und Anlegerspektrum - hinsichtlich der Umsetzung der Investmentidee - werden abschließend zusammengefaßt.

Im fünften Kapitel sind zunächst die REITs vorzustellen, bevor eine Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant vorgeschlagen wird. Ausgangspunkt ist daher die Untersuchung der Regulierung, Konzeption und des Fondsangebots der REITs, die sich methodisch an der obigen Vorgehensweise orientiert. Anschließend wird in Anlehnung an die Regulierung und Konzeption der Investmentaktiengesellschaften eine Regulierungsidee und

ein Konzeptionsansatz für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften entworfen. Die Betrachtung des potentiellen Fondsangebots der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften erfolgt in Anlehnung an das der REITs. Das Fazit veranschaulicht die potentiellen Anlagecharakteristika und das Anlegerpotential des entworfenen REIT-Pendants und verdeutlicht dessen Beitrag zur Realisierung der Investmentidee. Dabei werden die Unterschiede zu den Offenen Immobilienfonds besonders hervorgehoben.

Das letzte Kapitel faßt die gewonnenen Erkenntnisse zusammen. Da die Be trachtungen in erster Linie aus Anlegersicht erfolgen, schließt sich außerdem eine kritische Einschätzung der zu erwartenden Sichtweise des Gesetzgebers und der Kapitalanlagegesellschaften an.

2 Grundlagen

2.1 Regulierung des Investment vor und nach der KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes

2.1.1 Entstehung der Investmentidee

Der Rückblick auf die Ursprünge der Investmentidee erscheint aus drei Gründen relevant: Erstens verdeutlicht der historische Hintergrund die Vor- und Nachteile bzw. Chancen und Risiken der Investmentidee eindrucksvoll. Zweitens haben die historischen Erfahrungen im Investmentgeschäft die ursprüngliche Regulierung durch das KAGG in Deutschland maßgeblich beeinflußt. Drittens läßt sich erst anhand dieser Erfahrungen die Tragweite der Einführung von Investmentaktiengesellschaften durch die aktuelle KAGG-Novellierung im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes verstehen. Dabei wird zwischen dem Ursprung in Kontinentaleuropa, der Weiterentwicklung in Großbritannien und den USA sowie der Entwicklung in der Schweiz, die besonderen Einfluß auf die Gestaltung des KAGG hatte, unterschieden.

Der erste Investmentfonds entstand unter dem Namen „Eendracht maakt Magt“ (Einigkeit macht stark) in den Niederlanden (Amsterdam, 1774).³³ Zu den ersten Investmentgesellschaften werden die Société Générale des Pays-Bas (Brüssel, 1822)³⁴, die Crédit Mobilier (Paris, um 1852)³⁵ sowie die Société civile genevoise d' emploi de fonds (Genf, um 1849)³⁶ gezählt. Die geschichtlichen Erfahrungen³⁷, die sich auch auf die Ursprungsversion des KAGG auswirkten, fanden aber primär im angelsächsischen Raum statt.

³³ Vgl. dazu Bergius, Niederländer, S. 29. Anlagezweck war der Erwerb ausländischer Obligationen. Sowohl dieser Fonds, als auch zahlreiche ähnliche Fonds verloren allerdings durchschnittlich ca. 75% des Vermögens.

³⁴ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 705, Rz. 1a; Jacob, Investmentfonds, S. 20. Nach Hahn (Spezialbanken, S. 276) entwickelte sich später daraus die Société Générale de Belgique.

³⁵ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 705, Rz. 1a.

³⁶ Vgl. Bichsel, Investment-Trusts, S. 10f.; Hahn, Spezialbanken, S. 276.

³⁷ Vgl. für umfassende Darstellungen zur historischen Entwicklung des Investmentgeschäfts Linhardt, Investmentgeschichte, S. 1ff.; Fischer, Investmentsparren, S. 18ff.

In Großbritannien und insbesondere in Schottland erlebte die Investmentidee ihre erste Blütezeit mit Trusts, die nach dem Prinzip der Risikomischung primär im Ausland investierten.³⁸ Am Anfang dieser Entwicklung stand die Scottish-American Investment-Company (Schottland, 1860).³⁹ Unter deren Nachfolgern ist der Foreign and Colonial Government Trust (Schottland, 1868) hervorzuheben, der sich als „erste Gesellschaft (...) das Prinzip einer weiten Kapitalverteilung zu eigen mache.“⁴⁰ Sein Prospekt gilt als Urbild der Investmentidee,⁴¹ da er verkündet, kleinen Sparern dieselben Vorteile verschaffen zu wollen wie den großen Kapitalisten, indem das Risiko durch die Streuung der Kapitalanlage auf eine Vielzahl verschiedener Aktien vermindert wird.⁴² Mit dem Übergang vom Common Law Trust zum Company Trust (um 1885) entfremdete sich das Trustgeschäft von seinem ursprünglichen Zweck: Spekulativer Effektenhandel, Engagements in riskanten Finanzierungsgesellschaften und Spezialisierung auf bestimmte Branchen kennzeichneten die Entwicklung; vereinzelt veräußerten Managementgesellschaften auch unverkäufliche Wertpapierbestände an ihre eigenen Trusts.⁴³ Nicht zuletzt aus solchen Transaktionen resultierten zunächst enorme Gewinne, die wiederum zu erheblichen Mittelzuflüssen führten. Diese Sonderentwicklungen wurden jedoch durch die Baring-Krise im Jahr 1891 abrupt beendet, die schwere Kursstürze zur Folge hatte. Damit hatte die Investmentidee ihr erstes Tief erreicht, der erste „Boom and Bust Cycle“ war durchlaufen.

³⁸ Vgl. Linhardt, Investment Trusts, S. 40ff.; Beckmann / Scholtz, Investment, 062, S. 1; Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 22.

³⁹ Vgl. Tormann, Investmentgesellschaften, S. 12.

⁴⁰ Linhardt, Investment Trusts, S. 51.

⁴¹ Bezeichnenderweise spricht Baur (Inländische Investmentanteile, S. 705, Rz. 1) in diesem Zusammenhang vom „Schottenmuster“ der Investmentidee, das sich aus einer breiten Anlegerstruktur, einer diversifizierten Anlagestruktur und dem Management durch eine professionelle Investmentgesellschaft zusammensetzt.

⁴² Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 9. Im Originaltext: „(...) to provide the investor of moderate means the same advantage as the large capitalists in diminishing the risk of investing in foreign and colonial Government stocks and reserving a portion of the extra interest as a sinking fund to pay off the original capital“. In: Economist, 1868, S. 346f., zitiert nach Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, S. 169 aus Reuter, Investmentfonds, S. 18.

⁴³ Vgl. Huber, Investment-Gesellschaften, S. 8f.; Reuter, Investmentfonds, S. 18f.

Den zweiten derartigen Zyklus erlebte die Investmentidee in den USA in der zweiten Hälfte der 20-er Jahre.⁴⁴ Während die Zahl der Investmentgesellschaften erst nach dem ersten Weltkrieg spürbar anstieg, kam es speziell in den Hausejahren 1928 / 29 zu einer Blütezeit, die durch eine Vielzahl von Neugründungen angeregt wurde. Aber die Geschichte wiederholte sich, denn „auch alle Auswüchse und Mißbräuche der englischen Investment-Gesellschaften wurden nun - vierzig Jahre später - kennzeichnend für die amerikanischen Investment Trusts.“⁴⁵ Dies war besonders verhängnisvoll, da seinerzeit Leverage-Fonds wegen der Erwartung hoher Wertsteigerungen enorme Popularität genossen.⁴⁶ Insbesondere deshalb wurden die Anleger durch den Börsenkrach vom Herbst 1929 besonders hart getroffen.⁴⁷ Damit hatte die Investmentidee ihren zweiten Tiefpunkt erreicht.⁴⁸

Neben diesen Erfahrungen der angelsächsischen Länder sind jedoch auch die Entwicklungen in der Schweiz für die Ursprungskonzeption des KAGG relevant. Die Schweiz ist insofern bedeutsam, als die Kombination von Vertragstyp, laufender Emission und permanenter Rücknahme dort in den 30-er Jahren entwickelt wurde. Eine Fondsgesellschaft und eine als Treuhänderin wirkende Depotbank schlossen einen Gründungsvertrag mit dem Inhalt, ein Depot (sog. Investmenttrust) einzurichten, Anteilszertifikate an den darin befindlichen Vermögensgegenständen zu emittieren und das Depot im Interesse und für Rechnung der Anleger zu verwalten. Zusätzlich sah der Gründungsvertrag zum Zweck des Anlegerschutzes vor, die Depotbank mit der Verwahrung und Verwaltung des Depots, der Erledigung der Kauf- und Verkaufaufträge, der Zertifikatsausgabe und -rücknahme sowie der Überwachung der Fondsgesellschaft zu betrauen.⁴⁹

⁴⁴ Vgl. Tormann, Investmentgesellschaften, S. 12.

⁴⁵ Huber, Investment-Gesellschaften, S. 10f.

⁴⁶ Vgl. Tormann, Investmentgesellschaften, S. 13.

⁴⁷ Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 22; Tormann, Investmentgesellschaften, S. 13.

⁴⁸ Nach Reuter (Investmentfonds, S. 23f.) wurde als Konsequenz daraus vom Kongreß der Securities Exchange Act von 1933 und 1934 verabschiedet und die Securities and Exchange Commission (SEC) ins Leben gerufen. Deren jahrelangen Ermittlungen folgten konkrete Handlungsempfehlungen, die 1940 zur Verabschaffung des Investment Company and Investment Advisors Act führten.

⁴⁹ Vgl. Spoerri, Investment-Trust, S. 23ff.; Ohl, Rechtsbeziehungen, S. 22.

2.1.2 Regulierung der Investmentidee durch das KAGG

Die ersten Versuche zur Realisierung der Investmentidee fanden im Wertpapierbereich statt.⁵⁰ Die Gründung des Zickertschen Kapitalvereins (Königs-Wusterhausen, 1923) gilt als erster Ansatz, obwohl es sich zunächst um eine Spekulationsclub handelte. Nachdem er in Deutscher Kapitalverein (1928) und in Deutscher Investment Verein e. Gen.m.b.H. (1930) umfirmierte, wurde er bereits 1931 liquidiert; ein ähnliches Schicksal ereilte die Bayerische Investment Aktiengesellschaft (München, 1926), die bereits 1930 in Konkurs ging.⁵¹ Die erste Übertragung der Investmentidee auf den Immobilienbereich erfolgte durch die Spar-Schutzkasse Gen.m.b.H. (Leipzig, 1936), die ihre Anlagetätigkeit aber nicht auf Immobilien beschränkte, Anlegern Mitspracherechte einräumte und eine relativ hohe Mindestbeteiligung (RM 5.000) verlangte.⁵² Das Scheitern dieser ersten und einzigen Initiativen zur Verwirklichung der Investmentidee wird auf die ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, den fehlenden Anlegerschutz sowie die prohibitive Steuergesetzgebung zurückgeführt.⁵³

Aus diesen schlechten Erfahrungen zog der Gesetzgeber Konsequenzen. Durch den Erlass des KAGG im Jahre 1957 schaffte er die erforderlichen rechtlichen Rahmenbedingungen für eine erfolgversprechende Realisierung der Investmentidee. Damit reagierte der Gesetzgeber auf die Gründung der ersten Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften ab 1950.⁵⁴ Aus Gründen des Anlegerschutzes ließ man ausschließlich Offene Investmentfonds zu. In der Folge wurde das Anlagespektrum der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften ausgedehnt, indem bestehende Fondstypen differenziert und neue Fondstypen sukzessive integriert wurden. Den ersten Investmentfonds, die primär in den Aktien- und / oder Rentenmarkt investierten, folgte die gesetzliche Erschließung des Be-

⁵⁰ Vgl. hierzu und zum folgenden Baur, Investmentgesetze, S. 171, Rz. 1ff.

⁵¹ Vgl. Schimrock, Investmentgesellschaften, S. 9f.

⁵² Vgl. Weigel, Immobilienanlagegesellschaften, S. 2.

⁵³ Vgl. Tormann, Investmentgesellschaften, S. 14; Beckmann / Scholtz, Investment, 062, S. 1; Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 23.

⁵⁴ Vgl. Mol, Investmentfonds-ABC, S. 115.

teiligungsmarktes (ab 1987), der Schuldschein- und Terminmärkte (ab 1990) und zuletzt des Geldmarktes (ab 1994) durch Zulassung entsprechender Fonds.⁵⁵

Der Regulierung der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften folgte die KAGG-Integration der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und der Offenen Immobilienfonds im Jahre 1970.⁵⁶ Dieser formellen Übertragung der Investmentidee auf den Immobilienbereich ging die Gründung der ersten Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften außerhalb des KAGG ab 1958 voraus.⁵⁷ Der Gesetzgeber bezog also lediglich ein Anlagemedium in das KAGG ein, das sich wirtschaftlich bereits ohne KAGG-Regulierung etabliert hatte. Dabei wurde die Grundkonstruktion der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften und deren Offener Fonds prinzipiell beibehalten. Den Besonderheiten von Immobilien wurde durch zahlreiche Ergänzungen und Änderungen Rechnung getragen.

Obwohl sich Immobilien besonders für die Übertragung der Investmentidee eignen,⁵⁸ stellt das Grundstücks-Investment immer eine Sonderform des Investments dar, da den Besonderheiten der Immobilien-Kapitalanlage zu entsprechen ist. Der daraus resultierende Sonderstatus zeigt sich daran, daß zahlreiche Veröffentlichungen zum Thema Investment das Grundstücks-Investment ausgrenzen. In der Praxis wird die Sonderstellung daran deutlich, daß sich die Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften und die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften getrennt entwickelten. Erstere beschränken sich auf Wertpapierfonds, d.h. Aktien- und Rentenfonds, Gemischte Fonds sowie Geldmarktfonds während Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ausschließlich Offene Immobilienfonds anbieten. Lediglich eine Kapitalanlagegesellschaft, die Hansainvest, ist als Wertpapier- und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft tätig.

⁵⁵ Laux, Investmentfonds-Philosophie, S. 64. Siehe für eine ausführliche Darstellung der Entwicklungsphasen des Investmentgeschäfts Mol, Investmentfonds-ABC, S. 115f.

⁵⁶ Vgl. Schiebel, Immobilien-Investment-Zertifikate, S. 379ff.; Päslar, Integration, S. 113ff.

⁵⁷ Vgl. Klusak, Internationales Immobilien-Institut, S. 376ff.; Wonhas, Anmerkungen, S. 729ff.

⁵⁸ Vgl. Klusak, Internationales Immobilien-Institut, S. 376.

2.1.3 Vergleich der Regulierung des Investmentgeschäfts vor und nach der KAGG-Novelle '98

Das KAGG gilt wegen seiner umfassenden Anlegerschutzkonzeption seit jeher „als eines der schärfsten Regelungswerke seiner Art in der Welt“⁵⁹. Durch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz kam es jedoch im Frühjahr 1998 zu einer weitreichenden Deregulierung des KAGG:

„Der Jubel über das am 1. April in Kraft tretende 3. Finanzmarktförderungsgesetz kennt in der Investmentbranche keine Grenzen mehr: Die sonst so zurückhaltend über den Standort D sinnierenden Herren in den blauen Zweireihern überschlagen sich gegenwärtig fast mit Lobeshymnen auf die Taten des Gesetzgebers. Kein Wunder: Das 3. Finanzmarktförderungsgesetz kann für die Investmentbranche zu einem Renner werden.“⁶⁰

Daher wird das Gesetz auch als „Superförderungsgesetz“⁶¹ bezeichnet. Allerdings werden bei der Charakterisierung anhand derartiger Superlative die bisherigen Regulierungszwänge und nicht die eigentlich denkbaren Deregulierungsmaßnahmen als Bezugspunkt genommen. Will man aber den Stellenwert der aktuellen Novellierung vor dem Hintergrund einer umfassenden Deregulierungslösung einschätzen, sind entsprechende Vergleichsmaßstäbe unerlässlich. Dabei soll auf die Forderung nach einer grundlegenden Neugestaltung des deutschen Investmentrechts von Gerke / Rapp (1992) zurückgegriffen werden. Anschließend erfolgt eine Einordnung in eine Klassifizierung der Regulierungsstandards im internationalen Investmentgeschäft.

Der Reformvorschlag von Gerke / Rapp erscheint als Maßstab besonders geeignet, da er als konsequenterster denkbarer Deregulierungsansatz beurteilt werden kann.⁶² Ausgangspunkt dieses Reformkonzeptes war die Feststellung, daß das unflexible und konservative deutsche Investmentrecht den Anforderungen des flexiblen und innovationsorientierten internationalen Investmentgeschäfts nicht gerecht wird bzw. werden kann. Der zunehmenden Marktdynamik

⁵⁹ Zeyer, Fondsmanager, S. 38.

⁶⁰ Vgl. Heinacher, Rente, S. 6.

⁶¹ o.V., Politik, S. 27.

⁶² Vgl. hierzu und zum folgenden Gerke / Rapp, Neugestaltung, S. 85ff.

stünden gravierende Regulierungszwänge entgegen, wobei speziell auf die mangelnde Differenzierung, die geringe Anpassungselastizität und insbesondere die starre Anlegerschutzkonzeption hingewiesen wird. Ausgehend von dieser Überzeugung forderten Gerke / Rapp schon 1992 eine zukunftsweisende Neugestaltung des KAGG, die sich auf die Integration von Geldmarktfonds, die Bildung von Risikoklassen⁶³ bei Fonds des Vertragstyps sowie die Zulassung von entsprechenden Fonds des Gesellschaftstyps erstrecken sollte (Abbildung 2):

	Vertragstyp		Gesellschaftstyp (ohne Risikoklassen)
	Risikoklasse 1	Risikoklasse 2	
Wertpapierfonds	1957 realisiert	neu zu realisieren	neu zu realisieren
Beteiligungsfonds	1986 realisiert	neu zu realisieren	neu zu realisieren
Immobilienfonds	1970 realisiert	neu zu realisieren	neu zu realisieren
Geldmarktfonds	neu zu realisieren	neu zu realisieren	neu zu realisieren

Abbildung 2: Vorschlag zur strukturellen Neugestaltung des deutschen Investmentrechts durch Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992⁶⁴

Vor dem Hintergrund der umfassenden Deregulierungsforderungen von Gerke / Rapp ergibt sich ein aufschlußreiches Bild der seither ergriffenen Maßnahmen des Gesetzgebers (Abbildung 3):

	Vertragstyp		Gesellschaftstyp (ohne Risikoklassen)
	Risikoklasse 1	Risikoklasse 2	
Wertpapierfonds	1957 realisiert	nicht realisiert	1998 realisiert
Beteiligungsfonds	1986 realisiert	nicht realisiert	
Immobilienfonds	1970 realisiert	nicht realisiert	nicht realisiert
Geldmarktfonds	1994 realisiert	nicht realisiert	nicht realisiert
Dachfonds	1998 realisiert		
Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds	1998 realisiert		
Altersvorsorgefonds	1998 realisiert		

Abbildung 3: Realisierung der strukturellen Neugestaltung des deutschen Investmentrechts durch die KAGG-Novelle '98 im Vergleich zum Vorschlag von Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992⁶⁵

⁶³ Unter Risikoklassenkonzept wird die investmentrechtliche Differenzierung des potentiellen Fondsangebots nach unterschiedlichen Anlegerschutzstandards und somit verschiedenen Risikoprofilen verstanden. Zur Kritik dazu siehe Rao, Risikoklassenkonzept, S. 120ff.

⁶⁴ Vgl. Gerke / Rapp, Neugestaltung, S. 90.

⁶⁵ In Anlehnung an Gerke / Rapp, Neugestaltung, S. 90.

Im Rahmen des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes (1994) wurden zahlreiche Änderungen bei den Wertpapier- und Beteiligungsfonds sowie den Offenen Immobilienfonds vorgenommen. Zusätzlich wurden Geldmarktfonds in das KAGG integriert (Abbildung 3).

Die aktuelle KAGG-Novelle des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes führt ebenfalls zu Änderungen und Erweiterungen bei den bestehenden Fondstypen, da das Fondsspektrum um Dachfonds, Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds sowie Altersvorsorgefonds ergänzt wird (Abbildung 3):⁶⁶

- Dachfonds: Diese Fonds dürfen ausschließlich in andere Wertpapierfonds, Geldmarktfonds oder Offene Immobilienfonds investieren, die jedoch als Publikumsfonds konzipiert sein müssen. Ihre Ausgestaltung ist flexibel und reicht von der standardisierten Form der Vermögensverwaltung bis zu spezialisierten Anlagestrategien. So wäre bspw. ein Dachfonds denkbar, der ausschließlich in Offene Immobilienfonds investiert.
- Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds: Für diesen Fondstyp ist ein Immobilienanteil zwischen 10% und 30% des Vermögens vorgeschrieben. Dieser ist entweder durch den Aufbau eines eigenen Immobilienbestandes (entsprechend den für Offene Immobilienfonds geltenden Vorschriften) oder durch die Beteiligung an Offenen Immobilienfonds abzudecken.
- Altersvorsorgefonds: Diese „Zielfonds“ sind auf die Altersvorsorge ausgerichtet und müssen deshalb mindestens 51% ihres Vermögens in Substanzwerten - d.h. für den Gesetzgeber Aktien und Immobilien - anlegen. Der Immobilienanteil darf ebenfalls bis zu 30% des Fondsvermögens betragen. Er kann sowohl durch den Aufbau eines eigenen Immobilienportfolios (entsprechend den für Offene Immobilienfonds geltenden Vorschriften) als auch durch die Beteiligung an Offenen Immobilienfonds erfolgen.

Zudem werden mit den Investmentaktiengesellschaften auch Fonds auf Basis des Gesellschaftstyps zugelassen, deren Anlagespektrum aber auf Wertpapiere und Beteiligungen limitiert ist. Die Anlagevorschriften der Investmentaktien-

⁶⁶ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 23.

gesellschaften orientieren sich weitgehend an denen der Wertpapierfonds und der Beteiligungsfonds.

Im Ergebnis hat der Gesetzgeber durch die Änderungen im Rahmen des 2. und 3. Finanzmarktförderungsgesetzes somit die zentrale Forderung nach einem Risikoklassenkonzept bei Fonds des Vertragstyps bisher nicht angenommen, d.h. der pauschalierte Anlegerschutz wird aufrechterhalten. Statt dessen werden die bestehenden Fondstypen weiterentwickelt und zu neuen Fondsprodukten kombiniert. Insofern werden der Umfang und die Bedeutung der Deregulierung durch die aktuelle KAGG-Novelle merklich relativiert.

Damit stellt sich die Frage, wie die aktuellen Deregulierungsmaßnahmen aus internationaler Sicht einzuschätzen sind. Nach einer umfassenden britischen Studie aus dem Jahr 1994 war das bundesdeutsche Investmentgeschäft bisher im internationalen Vergleich durch eine Dominanz von Safety-Seeking und Unsophisticated Funds charakterisiert.⁶⁷

Durch die aktuellen Änderungen bei den bestehenden Fondstypen und die Ergänzung um die drei o.g. neuen Fondstypen ist jedoch zu erwarten, daß Sophisticated Funds, wie bspw. Dachfonds, an Bedeutung gewinnen werden. Wegen des Verzichts auf ein Risikoklassenprinzip, d.h. der Fixierung auf ein einheitliches Anlegerschutzniveau, wird die etablierte Vormachtstellung der Safety Seeking Funds wohl unverändert bleiben. Daher dürfte sich die Deregulierung der aktuellen KAGG-Novelle nur auf die Produktkomplexität auswirken, d.h. sie hätte kaum Einfluß auf das Rendite- / Risikoprofil des Investmentangebots. Dagegen hätte eine konsequente Deregulierung nach dem Vorschlag von Gerke / Rapp das potentielle Investmentangebot erheblich verändert (Abbildung 4).

Trotzdem könnte die aktuelle KAGG-Novelle dem deutschen Investmentrecht im kontinentaleuropäischen Raum hinsichtlich der Sophisticated Funds in eine führende Position verhelfen. Im Vergleich zum angelsächsischen Raum besteht jedoch nach wie vor ein erhebliches Deregulierungsdefizit.

⁶⁷ Vgl. Watsons Investment Consultancy, Asset Study, o.S., zitiert nach Hockmann, Portfolio Management, S. 770f.

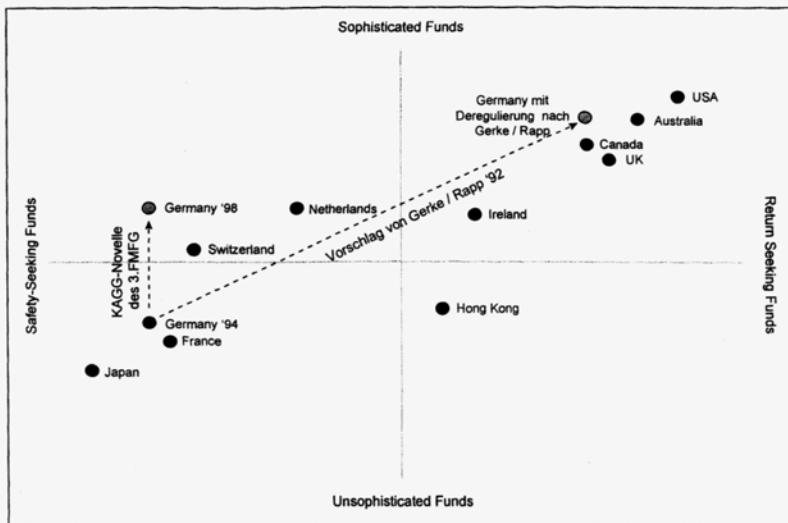


Abbildung 4: Internationaler Stand der Ländernormen im Investmentgeschäft unter Berücksichtigung der Wirkungseinschätzung der KAGG-Novelle '98 und des Vorschlags von Gerke / Rapp aus dem Jahr 1992⁶⁸

2.1.4 Begriffsbestimmungen

2.1.4.1 Abgrenzung des Begriffs Grundstücks-Investment

Der Gesetzgeber verwendet die Begriffe Kapitalanlage und Investment als Synonyme und behält sie dem Investmentgeschäft vor.⁶⁹ Im Gegensatz dazu wird im Wirtschaftsleben unter dem Schlagwort Investment entsprechend dem angelsächsischen Begriffsverständnis die Kapitalanlage in ihren unterschiedlichsten Formen verstanden.⁷⁰

⁶⁸ In Anlehnung an Watsons Investment Consultancy, Asset Study, zitiert nach Hockmann, Portfolio Management, S. 770 (Ergänzung um die Wirkungseinschätzung der KAGG-Novelle '98 sowie den Vorschlag von Gerke / Rapp '92 durch den Verfasser).

⁶⁹ Diese KAGG-Terminologie wurde allerdings schon frühzeitig von der Investmentbranche als unglücklich empfunden. Nach Fischer (Investmentsparen, S. 7ff.) veranstaltete die ADIG als erste Kapitalanlagegesellschaft schon 1957 ein Preisausschreiben in der Zeitschrift „Der Spiegel“ mit dem Ziel, eine bessere Bezeichnung für den Begriff Investment zu finden. Der seinerzeit prämierte Begriff „Teilhabe“ konnte sich allerdings nicht durchsetzen.

⁷⁰ Vgl. Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 386.

Der daraus resultierende Begriffskonflikt⁷¹ soll dadurch überwunden werden, daß im weiteren Verlauf der Arbeit für die Bezeichnung Kapitalanlage die wirtschaftlich etablierte Definition - i.S. von Oberbegriff - zugrunde gelegt wird, während für den Begriff Investment die rechtliche Definition - i.S. von Sonderbegriff - übernommen wird.

Die Bezeichnung Investment wird daher anstelle der Bezeichnung „Investmentsparen“ verwendet, die sich seit den ersten parlamentarischen Beratungen zum KAGG als Fachausdruck für die Beteiligung an KAGG-Fonds etabliert hat.⁷² Die Ausgrenzung der Bezeichnung Investmentsparen läßt sich damit begründen, daß sie wegen ihrer historischen Fixierung auf die offene Fondskonstruktion seit der Integration der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98 als nicht mehr zeitgemäß erscheint.⁷³

Der Begriff Investment als Oberbegriff für die Kapitalanlage im Rahmen des KAGG wird weiter in die Termini Wertpapier-Investment und Grundstücks-Investment differenziert. Insofern entspricht die Bezeichnung Grundstücks-Investment inhaltlich dem von Schulte / Vogler vorgeschlagenen Begriff des KAGG-Immobilieninvestment⁷⁴ (Abbildung 5):

	Wirtschaftliche Definition Kapitalanlage als Oberbegriff für die Anlage von Kapital i.w.S.	Rechtliche Definition Investment als Sonderbegriff für die Beteiligung an KAGG-Fonds
Anlage in Wertpapiere	Wertpapier-Kapitalanlage	Wertpapier-Investment
Anlage in Immobilien	Immobilien-Kapitalanlage	Grundstücks-Investment

Abbildung 5: Begriffliche Abgrenzung des Grundstücks-Investment

⁷¹ Siehe dazu auch die Kritik zur KAGG-Terminologie bei Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 20f.

⁷² Siehe dazu den ersten Hinweis auf den Begriff Investmentsparen in der BT-Drucksache 2973: „Mit dem Investmentsparen ist ein Mittel gegeben, den Wertpapierbesitz auf eine breite Basis zu stellen. Die Investment- oder Kapitalanlagegesellschaften legen ihnen anvertraute Kapitalien in gemischten Wertpapierbeständen an und beteiligen die einzelnen Geldgeber anteilmäßig an der Gesamtheit der erworbenen Wertpapiere.“

⁷³ Zudem erscheint der Begriff Investmentsparen auch insofern mißverständlich, als mittlerweile zahlreiche Kapitalanlagegesellschaften Investmentfonds mit Ansparplänen anbieten (sog. Investmentsparpläne).

⁷⁴ Vgl. Schulte / Vogler, Investition, S. 21, Fn. 1.

Das Grundstücks-Investment verknüpft demzufolge die Besonderheiten von Immobilien mit denen des Investment. Somit ergibt sich eine klare Abgrenzung zum schillernden Begriff des Immobilien-Investment, der zwar auch als Synonym für das Grundstücks-Investment benutzt wird,⁷⁵ aber primär als Oberbegriff für alle Arten der Immobilien-Kapitalanlage verwendet wird.⁷⁶

2.1.4.2 Bezeichnungsschutz der Termini Kapitalanlagegesellschaft und Investmentaktiengesellschaft

Wesentlicher Bestandteil der Anlegerschutzkonzeption des KAGG ist der Bezeichnungsschutz, dem das Investmentgeschäft unterstellt wird.⁷⁷ Die Begriffe Kapitalanlage und Investment⁷⁸ werden vom Gesetzgeber als Synonyme aufgefaßt und sind gesetzlich durch § 7 Abs. 1 KAGG den Investmentfonds vorbehalten, die durch inländische Kapitalanlagegesellschaften gemäß § 1 KAGG (oder ausländische Investment-, Verwaltungs- und Vertriebsgesellschaften nach § 2 Nr. 1, § 3 Abs. 2 Nr. 1 und § 15 AuslInvG) konzipiert sind.⁷⁹

Der Bezeichnungsschutz soll einerseits potentiellen Vertrauensverlusten vorbeugen, die der Investmentbranche dadurch entstehen könnten, daß andere Anbieter diese Begriffe mißbräuchlich zu Marketingzwecken einsetzen.⁸⁰ Ande-

⁷⁵ Vgl. Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 412.

⁷⁶ Bezeichnend für diesen Sachverhalt ist die Tatsache, daß einer der Bestseller zum Thema Immobilien-Kapitalanlage in der ersten Auflage „Geldanlage in Immobilien“ hieß und in der zweiten Auflage unter dem Titel „Immobilieninvestment“ veröffentlicht wurde (Vgl. Brunner, Geldanlage und Brunner, Immobilieninvestment).

⁷⁷ Vgl. v. Berge und Herendorf, Schutz, S. 15. Siehe zum Bezeichnungsschutz der Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98 die detaillierte Darstellung bei Kleinert, Schutz, S. 719ff.

⁷⁸ Nach Seischab (Investment-Trusts, S. 5, zitiert nach v. Berge und Herendorf, Schutz, S. 15) sowie Glabe (Schutz, S. 1) kommt der Begriff Investment aus dem Lateinischen und bedeutet soviel wie „kleiden, mit einem Gewand bedecken“, d.h. in Verbindung mit Kapital soviel wie „das Kapital nicht ungesichert liegen lassen“.

⁷⁹ Ergänzend werden die Termini „Kapitalanlage“, „Investment“, „Investor“ oder „Invest“ allein oder in Zusammensetzung mit anderen Wörtern zur Bezeichnung des Geschäftszweckes oder zu Werbezwecken diesen Unternehmen vorbehalten; auch die Firmenbezeichnungen „Kapitalanlagegesellschaft“ und „Investmentgesellschaft“ wird ihnen vorbehalten. Der strenge Bezeichnungsschutz wird vom Gesetzgeber dadurch abgerundet, daß er in § 7 Abs. 2 KAGG ausschließlich den genannten Unternehmen das Emissionsrecht für Anteilscheine einräumt, die in irgendeiner Form die Bezeichnung „Investment“ enthalten.

⁸⁰ Vgl. Päslar, Investmentsparen, S. 135.

rerseits soll der Bezeichnungsschutz auch als „Gütezeichen“⁸¹ für Investmentgesellschaften und ihre Fondsprodukte dienen, da diese ein hohes Maß an Anlegerschutz gewährleisten.⁸² Geschäftszweck und Funktionsweise der inländischen Kapitalanlagegesellschaften werden durch § 1 Abs. 1 KAGG festgelegt, wobei sich durch die KAGG-Novelle '98 die Produktpalette von vier auf sieben Fondstypen erweiterte:

„Kapitalanlagegesellschaften sind Kreditinstitute, deren Geschäftsbereich darauf ausgerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger (Anteilinhaber) nach dem Grundsatz der Risikomischung in den nach diesem Gesetz zugelassenen Vermögensgegenständen gesondert vom eigenen Vermögen in Form von Geldmarkt-, Wertpapier-, Beteiligungs-, Investmentfondsanteil-, Grundstücks-, Gemischten Wertpapier- und Grundstücks- oder Altersvorsorge-Sondervermögen anzulegen und über die hieraus sich ergebenden Rechte der Anteilinhaber Urkunden (Anteilscheine) auszustellen.“

Diese Investmentfonds lassen sich in Publikumsfonds für die breite Öffentlichkeit und Spezialfonds⁸³ für einen beschränkten Anlegerkreis unterscheiden, die folgendermaßen separat definiert sind (§ 1 Abs. 2 S. 1 KAGG):

„Spezialfonds sind Sondervermögen, deren Anteilscheine aufgrund schriftlicher Vereinbarungen mit der Kapitalanlagegesellschaft jeweils von nicht mehr als zehn Anteilinhabern, die nicht-natürliche Personen sind, gehalten werden. Die Kapitalanlagegesellschaft hat in der Vereinbarung mit den Anteilinhabern sicherzustellen, daß die Anteilscheine nur mit Zustimmung der Kapitalanlagegesellschaft von den Anteilinhabern übertragen werden dürfen.“

Die neu in das KAGG aufgenommenen Investmentaktiengesellschaften genießen einen adäquaten Begriffsschutz, denn der Begriff Investmentaktiengesellschaft darf als Firmenbezeichnung oder zur Charakterisierung des Geschäftszwecks nur von Investmentaktiengesellschaften, die eine Erlaubnis zum Ge-

⁸¹ In diesem Zusammenhang lassen sich die geschützten Begriffe als „Markennamen“ interpretieren, die der Gesetzgeber den im Rahmen des KAGG operierenden Gesellschaften und ihren Fondsprodukten vorbehält.

⁸² Vgl. für eine ausführliche Diskussion der gängigen Rechtsprechung zu den geschützten Bezeichnungen Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 7, Rz. 1-14 und Baur, Investmentgesetze, S. 356, Rz. 2ff.

⁸³ In diesem Zusammenhang bezieht sich das Wort „Spezial“ daher ausschließlich auf den Anlegerkreis und nicht auf die Anlagestruktur; Investmentfonds mit einem besonderen Anlagefokus werden als „Spezialitätenfonds“ bezeichnet. Siehe dazu Kapitel 3.2.1, S. 83ff.

schäftsbetrieb erhalten haben oder von Kapitalanlagegesellschaften und ausländischen Investment-, Verwaltungs- und Vertriebsgesellschaften (nach § 2 Nr. 1, § 3 Abs. 2 Nr. 1 und § 15 AuslInvG) verwendet werden (§ 54 S. 1 KAGG). Geschäftszweck, Funktionsweise und Anlagespektrum der Investmentaktiengesellschaften definiert § 51 Abs. 1 und 2 KAGG folgendermaßen:

„Investmentaktiengesellschaften dürfen nur in der Rechtsform der AG betrieben werden. Ihre Aktien müssen auf den Inhaber lauten. Die Ausgabe von Aktien ohne Stimmrecht ist unzulässig. Sämtliche Aktien müssen denselben Anteil am Grundkapital verkörpern. (...) Satzungsmäßig festgelegter Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft muß die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren oder in Wertpapieren und Beteiligungen als stiller Gesellschafter im Sinne des § 230 des Handelsgesetzbuchs (stille Beteiligungen) sein mit dem einzigen Ziel, ihre Anteilseigner an dem Gewinn aus der Verwaltung des Vermögens der Gesellschaft zu beteiligen.“

Damit wird deutlich, daß sich Investmentaktiengesellschaften als reine Wertpapierfonds, aber auch als Gemischte Wertpapier- und Beteiligungsfonds ausgestalten lassen. Im Gegensatz zu den Kapitalanlagegesellschaften, die im eigenen Namen für fremde Rechnung tätig werden, legen die Investmentaktiengesellschaften also im eigenen Namen und für eigene Rechnung an.

2.1.4.3 Begriffsbestimmung der Termini Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft und Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft

Die Offenen Immobilienfonds lassen sich auf Basis der drei Begriffselemente als ein unter besonderer Verwaltung stehendes Vermögen⁸⁴ (Fonds) bezeichnen, das von einer unbeschränkten (offenen) Anlegerzahl aufgebracht wird, um in eine unbegrenzte (offene) Anzahl von Liegenschaften (Immobilien) zu in-

⁸⁴ Besonders deutlich wird die Trennung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Fonds bei der Begriffsbestimmung von Aida (Offene Immobilienfonds, S. 539), die sich an die Legaldefinitionen des § 1 Abs. 1 und 2 KAGG anlehnt: „Ein Offener Immobilienfonds ist ein rechtlich unselbständiges Grundstücksondervermögen, das nach den Grundsätzen der Risikostreuung und Gewinnerzielung überwiegend in Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten [sowie Beteiligungen in Grundstücksgesellschaften] investiert und von einer Kapitalanlagegesellschaft als Sondervermögen von ihrem eigenen Vermögen getrennt verwaltet wird. Die Größe des Vermögens und die Anzahl der umlaufenden Anteilscheine ist nicht begrenzt. Durch Ausgabe neuer Anteilscheine bzw. Rücknahme bislang im Umlauf befindlicher Anteilscheine verändert sich das Vermögen ständig.“ (Ergänzungen vom Verfasser).

vestieren.⁸⁵ Für die Kapitalanlagegesellschaften, die Offene Immobilienfonds verwalten, werden die Begriffe Immobilienanlagegesellschaft,⁸⁶ Immobilieninvestmentgesellschaft⁸⁷, Grundstücks-Kapitalanlagegesellschaft⁸⁸ oder Grundstücks-Investmentgesellschaft⁸⁹ synonym verwendet. Nachfolgend werden sie zwecks Vereinheitlichung und zur Vereinfachung ausschließlich als Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet. Deren Tätigkeitsspektrum charakterisiert Wonhas treffend:

„Die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sind Unternehmen im eigentlichen Wortsinn und haben im Rahmen ihrer Aufgabenstellung so unterschiedliche Gewerbe aus einer Hand zu meistern, wie z.B. das Bankgeschäft insbesondere mit seiner Depotverwaltung und der Vermögensanlage in Wertpapieren, Liegenschaftskäufe bzw. -verkäufe, Entwicklung, Bebauung und Instandhaltung von Grundstücken, die Hausverwaltung, welche letztlich die tagtägliche bestimmungsgemäße Nutzbarkeit der Liegenschaften zum Ziel hat.“⁹⁰

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, daß Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften seit der KAGG-Novelle '98 neben den Offenen Immobilienfonds auch „einzelne in Grundstücken angelegte Vermögen“ für Dritte verwalten dürfen (§ 1 Abs. 6 Nr. 2a KAGG).

Die Bezeichnung Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als „Arbeitstitel“ für das zu entwickelnde REIT-Pendant resultiert daraus, daß die vorgeschlagene Konzeption weitgehend in Anlehnung an die Konzeption der neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften erfolgt. Die ebenfalls denkbare Bezeichnung Immobilien-Investmentaktiengesellschaft wurde ursprünglich in Betracht gezogen, wegen der Ähnlichkeit mit den Bezeichnungen Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft und Immobilien-Aktiengesellschaft aber wieder verworfen.

Zudem spricht für die Bezeichnung Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft die Tatsache, daß der Gesetzgeber Offene Immobilienfonds per definitionem

⁸⁵ Vgl. Kutscher, Offene Immobilienfonds, S. 197f.

⁸⁶ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 978, Rz. 1.

⁸⁷ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 30.

⁸⁸ Vgl. Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 412.

⁸⁹ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 22.

⁹⁰ Wonhas, Management, S. 49.

als Grundstücks-Sondervermögen bezeichnet, d.h. die KAGG-Terminologie wird gewahrt. Zudem soll durch die Namenswahl verdeutlicht werden, daß es sich um eine spezielle Grundstücksgesellschaft handelt, die einerseits auf das Ziel des Investment ausgerichtet ist und deshalb durch Anlegerschutz und steuerliche Transparenz geprägt ist und andererseits auf der Emission von Aktien und der laufenden Börsenbewertung basiert.

2.2 Analyse der Investmentkonstruktionen und Investorentypen

2.2.1 Analyse der Angebotsseite: Investmentkonstruktionen

2.2.1.1 Übersicht

Aus internationaler Sicht entwickelten sich vielfältige Investmentmodelle, da die rechtlichen Rahmenbedingungen teils durch allgemeine Gesetzgebung vorgegeben, teils durch spezielle gesetzliche Regelungen festgelegt werden.⁹¹ Dennoch lassen sich anhand der Rechtsform der Investmentgesellschaft, der Emissions- und Rückgabemodalitäten sowie der Finanzierungs- und Investitionsstruktur die grundlegenden Ausgestaltungsmöglichkeiten darstellen.

Kriterium	Ausprägungen		
Rechtstyp	Vertragstyp (Contractual o. Indenture Type)	Gesellschaftstyp (Direct o. Statutory Type)	Trust
Emissionsmodalitäten	Open Prinzip (Laufende Emission)	Closed Prinzip (Einmalige Emission)	Mischformen
Rückgabemodalitäten	Open-End Prinzip (mit Rückgaberecht)	Closed-End Prinzip (ohne Rückgaberecht)	Mischformen
Finanzierungsstruktur	Eigenkapitalfonds (keine Leverage)	Leveragefonds (mit Fremdkapital)	Mischformen
Investitionsstruktur	Fonds mit Liquiditätsanteil	Fonds ohne Liquiditätsanteil	Mischformen

Abbildung 6: Übersicht der Investmentkonstruktionen

Die Angebotsdifferenzierung nach Investmentkonstruktionen orientiert sich an einem Klassifikationsraster, das für das jeweilige Systematisierungskriterium

⁹¹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 37, Rz. 70.

(linke Spalte) die typischen Ausprägungen (mittlere Spalte) sowie die jeweiligen Sonderformen (rechte Spalte) zusammenfaßt (Abbildung 6).

Besondere Bedeutung kommt der Rechtsform zu, für die sich trotz national unterschiedlicher Ausgestaltung drei Standardtypen herausgebildet haben:⁹² Dabei handelt es sich um den Vertragstyp, den Gesellschaftstyp und die angelsächsische Rechtsform des Trusts, der sowohl auf dem Vertrags- als auch dem Gesellschaftstyp basieren kann. In bezug auf das Emissionskonzept wird zwischen Open und Closed Prinzip sowie bestimmten Sonderfällen unterschieden, während sich bei der Rückgabe Open-End und Closed-End Prinzip sowie einzelne Ausnahmefälle gegeneinander abgrenzen lassen.⁹³ Die Ausgestaltung der Finanzierungs- und Investitionsstruktur ergibt sich i.d.R. aus den Emissions- und Rücknahmemodalitäten.⁹⁴ Dabei sind auf Finanzierungsseite Fonds mit und ohne Liquiditätshaltung und auf Investitionsseite Fonds mit und ohne Fremdkapitaleinsatz zu unterscheiden. Allerdings sind auch hier wiederum vorübergehende Ausnahmesituationen in Betracht zu ziehen.

2.2.1.2 Rechtskonstruktion

Die Geschäftstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaften basiert auf dem Vertragstyp (Contractual oder Indenture Type)⁹⁵, da die Beziehungen zwischen Anleger und Investmentgesellschaft vertragsrechtlich⁹⁶ geregelt sind.⁹⁷

⁹² Diese drei Rechtsformen sind auch in Art. 1 Abs. 3 RL 85/611/EWG ausdrücklich aufgeführt. Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 37, Rz. 70.; Carl / Förster, Recht, S. 53.

⁹³ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß speziell die Emissions- und Rücknahmemodalitäten eine präzise begriffliche Abgrenzung erfordern, da es unterschiedliche Auffassungen gibt. So wird bspw. vereinzelt das Open Prinzip mit der Rücknahmeverpflichtung und das Open-End Prinzip mit der laufenden Emission in Verbindung gebracht. Zudem wird oft überhaupt nicht zwischen Emissions- und Rücknahmemodalitäten differenziert. Diese Abgrenzungsproblematik ist typisch für die Investmentliteratur und wurde z.B. schon 1952 von Meyer-Cording (Investment-Gesellschaften, S. 69, Fn. 7) festgestellt.

⁹⁴ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 39, Rz. 75.

⁹⁵ Carl / Förster, Recht, S. 3.

⁹⁶ In Deutschland ist dieser Vertrag als entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag gem. § 675 BGB anzusehen. Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 939.

⁹⁷ Vgl. zu den rechtlichen Details des Vertragstyps Fischer, Investmentsparen, S. 10f.; Ebner v. Eschenbach, Rechte, S. 10ff.; Podewils, Investmentgesellschaften, S. 13f.; Schadt, Investment-Sparen, S. 44f.; Schäcker, Investmentsparen, S. 23; Prager, Marktstrategie, S. 18f.; Berndt, Investmentzertifikate, S. 11f.

Die Kapitalanlagegesellschaft gibt Investmentzertifikate aus, mit denen die Anleger an einem Sondervermögen beteiligt werden. Dieses Sondervermögen betreut die Kapitalanlagegesellschaft im eigenen Namen auf Rechnung der Anleger.⁹⁸ Die Vertragsbeziehung wird durch eine Depotbank ergänzt, der die Verwaltung und Verwahrung des Sondervermögens obliegt. Der Anleger steht zwar nur in einem unmittelbaren Verhältnis zur Kapitalanlagegesellschaft, erlangt aber Eigentümerstatus am Sondervermögen und wird somit direkt am Anlageerfolg beteiligt. Das Vertragswerk gewährleistet, daß alle Anleger gleich behandelt werden.⁹⁹ Entsprechend der Ausgestaltung der Vertragsbedingungen stehen die Sondervermögen entweder im Miteigentum der Anleger (Miteigentumslösung) oder im treuhänderischen Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft (Treuhandlösung). Diese Unterscheidung ist primär rechtshistorisch bedingt und für die Praxis eigentlich ohne große Relevanz.¹⁰⁰

Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß bei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bzw. Offenen Immobilienfonds wegen der Grundbuchproblematik nur die Treuhandlösung realisierbar ist.¹⁰¹ Da die Anteilscheine Rechte an Vermögensgegenständen verbrieften, sind sie als „Wertpapiere sui generis“ zu qualifizieren.¹⁰² Die Kapitalanlagegesellschaften sind daher als Finanzdienstleistungsunternehmen anzusehen, deren Geschäftszweck sich auf die Kapitalsammel- und -anlagetätigkeit für Dritte beschränkt. Während eine Kapitalanlagegesellschaft unbegrenzt viele Sondervermögen betreuen kann, darf ein Sondervermögen nicht von verschiedenen Kapitalanlagegesellschaften verwaltet werden.

⁹⁸ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 38, Rz. 38.

⁹⁹ Vgl. Päslер, Investmentsparen, S. 9.

¹⁰⁰ Vgl. Päslér, Investmentsparen, S. 8; Baur, Investmentgesetze, S. 37, Rz. 70. Wie allerdings die Erörterungen von Ebner v. Eschenbach, Rechte, S. 50ff. und Huber, Investmentgesellschaften, S. 42ff. zeigen, erschien zum Zeitpunkt der Verabschiedung des KAGG der Unterschied zwischen beiden Formen hinsichtlich des Anlegerschutzes als relevantes Konstruktionsmerkmal.

¹⁰¹ Bei der vertraglichen Realisierung der Miteigentumslösung ergäbe sich das Problem, daß das Miteigentum eines jeden Anlegers für jedes Grundstück im Grundbuch eingetragen werden müßte und jeder Anteilswechsel bzw. jeder Objektankauf entsprechende Grundbuchberichtigungen erfordern würde. Speziell bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds wäre die Grundbuchpflege aus Kosten- / Nutzen-Gesichtspunkten völlig unangemessen. Hinzu kommt, daß der Eintrag des Miteigentums im Grundbuch nach § 29 GBO notariell beurkundet werden müßte und mit zusätzlichen Kosten verbunden wäre (Vgl. Klumpe / Nastold, Immobilienfonds, S. 8).

Im Gegensatz dazu beruht die Geschäftstätigkeit der neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften auf dem Gesellschaftstyp (Direct oder Statutory Type)¹⁰³, da die Beziehungen zum Anleger aktienrechtlicher Natur sind.¹⁰⁴ Die Anleger werden direkt an einer Gesellschaft beteiligt,¹⁰⁵ die im eigenen Namen und auf eigene Rechnung Vermögensgegenstände erwirbt.¹⁰⁶ Daher findet keine Trennung zwischen Fondsvermögen und Vermögen der Investmentgesellschaft statt. Die Gesellschafter einer Investmentaktiengesellschaft müssen allerdings denselben Status haben, d.h. die Emission verschiedener Beteiligungsrechte ist nicht möglich. Die Anleger erwerben beim Gesellschaftstyp daher weder direktes Miteigentum an den Vermögensgegenständen der Gesellschaft noch eine direkte Beteiligung an deren Erträgen, sondern werden indirekt am Geschäftsergebnis beteiligt.¹⁰⁷ Da Investmentfonds des Gesellschaftstyps aus Fungibilitätsgründen i.d.R. börsennotierte Aktiengesellschaften sind, haben die Anteilinhaber üblicherweise Aktionärstatus. Daher sind Investmentaktiengesellschaften als eine Sonderform der Aktiengesellschaft anzusehen, die sich lediglich durch ihren Geschäftszweck, die Anlage von Vermögensgegenständen und deren möglichst gewinnbringende Verwaltung von anderen Gesellschaften unterscheidet.¹⁰⁸ Von börsennotierten Holdings grenzen sie sich durch die investmentrechtlich verankerten Anlagebeschränkungen sowie durch die fehlende Möglichkeit direkter unternehmerischer Einflußnahme ab.¹⁰⁹ Im Ausland ist der Gesellschaftstyp vor allem in den USA weit verbreitet, insbesondere weil das dortige Aktienrecht eine relativ unkomplizierte Ausgabe

¹⁰² Vgl. Päslер, Investmentsparen, S. 8.

¹⁰³ Carl / Förster, Recht, S. 3.

¹⁰⁴ Vgl. zu den rechtlichen Details des Gesellschaftstyps Fischer, Investmentsparen, S. 11f.; Ebner v. Eschenbach, Rechte, S. 7ff.; Podewils, Investmentgesellschaften, S. 12; Schadt, Investment-Sparen, S. 45f.; Schäcker, Investmentsparen, S. 23; Prager, Marktstrategie, S. 17f.; Berndt, Investmentzertifikate, S. 10.

¹⁰⁵ Carl / Förster, Recht, S. 3.

¹⁰⁶ Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 938; Päslér, Investmentsparen, S. 7.

¹⁰⁷ Vgl. Päslér, Investmentsparen, S. 7.

¹⁰⁸ Vgl. dazu Beckmann / Scholtz, Investment, 062, S. 4.

¹⁰⁹ Eine Ausnahme dazu stellen die sog. Managerial Strategic Investment Companies dar. Dabei handelt es sich um Closed-End Fonds, die sich mit Minderheitsbeteiligungen an i.d.R. an einer überschaubaren Anzahl von (unterbewerteten) Unternehmen beteiligen um durch eine aktive Einflußnahme auf die Unternehmenspolitik i.S. einer effizienten Corporate Governance deren Performance zu verbessern (Vgl. Behr, Unternehmensüberwachung, S. 13).

und Rücknahme von Aktien durch die Gesellschaft ermöglicht.¹¹⁰ Daneben fand der Gesellschaftstyp auch in einigen europäischen Ländern, wie bspw. Holland, Frankreich oder Luxemburg, eine weite Verbreitung.¹¹¹

Die REITs sind eine Sonderform der Trusts, die wiederum eine Eigenheit des angelsächsischen Rechtsraumes darstellen. Der Begriff des Trust oder Investment Trust ist im wesentlichen auf zwei Bedeutungsebenen zu sehen: i.e.S. wird darunter eine Investmentkonstruktion auf Basis des Rechtsinstituts Trust verstanden, das als Besonderheit des angelsächsischen Rechtssystems die Begründung zweier Eigentumsrechte ermöglicht.¹¹² Dagegen werden i.w.S. auch Investmentkonstruktionen einbezogen, die sich aus diesen Trusts entwickeln, ohne jedoch auf dem Trust an sich zu beruhen.¹¹³ Die amerikanischen Trusts sind den britischen Trusts sehr ähnlich und lassen sich in Contractual Trusts, Massachusetts Trusts und Investment Corporations unterscheiden.¹¹⁴

Der Contractual Trust basiert, wie der Name sagt, auf dem Vertragstyp.¹¹⁵ Die Tatsache, daß es sich bei diesem Trusttyp gewissermaßen um das amerikanische Gegenstück zum britischen Unit Trust handelt, wird auch daran deutlich, daß er als Unit Investment Trust bezeichnet wird.¹¹⁶ Initiator eines derartigen Trusts ist ein Depositor (Creator / Organizer), der Effekten erwirbt, die er dem Trustee als Trustvermögen treuhänderisch zur Verwahrung übergibt. Der Depositor verbrieft das Trustvermögen in Zertifikaten (Certificates) und emittiert diese an Anleger (Certificate Holders), mit denen er Einzelverträge abschließt.¹¹⁷

¹¹⁰ Tormann, Investmentgesellschaften, S. 17.

¹¹¹ Vgl. Päslar, Investmentsparen, S. 7.

¹¹² Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 40; Baur, Investmentgesetze, S. 38, Rz. 74.

¹¹³ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß der Begriff Trust von der Bezeichnung Trustgeschäft abzugrenzen ist. Diese dient i.e.S. als Oberbegriff für die Vermögensverwaltung mit treuhänderischer Vollmacht, auch wenn sie nicht oder nur teilweise auf Trusts basiert (vgl. z.B. Hahn, Spezialbanken, S. 332). Daneben wird i.w.S. unter dem Schlagwort Trustgeschäft das Spektrum des Asset Management zusammengefaßt (vgl. Schierenbeck, Bank- und Versicherungslexikon, S. 658).

¹¹⁴ Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 71ff.

¹¹⁵ Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 76.

¹¹⁶ Vgl. Heller, Investmentfonds, S. 341.

¹¹⁷ Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 76; Baur, Investmentgesetze, S. 158, Rz. 274.

Die Massachusetts Trusts sind ebenfalls dem Vertragstyp zuzuordnen,¹¹⁸ obwohl sie konzeptionell der Corporation sehr ähneln. Im Gegensatz zu den Corporations zeichnen sich aber Trusts dadurch aus, daß sie weder dem strengen Aktiengesetz noch bundesstaatlichen Beschränkungen unterliegen und daß sich die Trust Agreements sehr flexibel ausgestalten lassen. Aus diesen Gründen wurden sie historisch primär als Rechtsform für Wirtschaftsunternehmen genutzt, woraus sich das Synonym Business Trust ergab. Der bekanntere Name Massachusetts Trust geht darauf zurück, daß die Mehrzahl dieser Trusts wegen rechtlicher Gegebenheiten im Bundesstaat Massachusetts (insb. Boston) ansässig waren.¹¹⁹ Durch den Abschluß eines Trust Agreements (Trust Deed) werden die Rechte und Pflichten der Treuhänder, der Verwaltungsgesellschaft und der Anleger festgelegt. Die Konstruktion entspricht weitgehend der von britischen Common Law Trusts, da ebenfalls ein doppeltes Eigentumsrecht begründet wird. Die Besonderheit der Massachusetts Trusts in bezug auf die Stellung der Anleger liegt darin, daß sie sich wie eine Corporation finanzieren können; es ist daher für die Trusts möglich, sowohl Common oder Preference Shares als auch Obligationen zu emittieren, sofern das Trust Agreement dies zuläßt. Aus diesem Grunde sind die Beneficiaries i.d.R. Shareholders.¹²⁰ Weitere Vorteile der Massachusetts Trusts liegen neben der formellen Flexibilität in der Emissionsflexibilität (da keine satzungsmäßige Begrenzung der Aktien erfolgt) und der Möglichkeit, die Bezeichnung Trust im Firmennamen zu verwenden. Dagegen ergeben sich Nachteile daraus, daß die Haftung nicht explizit auf den Beteiligungsanteil begrenzt ist und daß manche US-Bundesstaaten (bspw. California, Illinois und Texas) die Massachusetts Trusts nicht als Rechtsform anerkennen.¹²¹

Die Investment Corporations sind den Massachusetts Trusts sehr ähnlich, obwohl sie rechtlich dem Gesellschaftstyp zuzuordnen sind. Es sich handelt dabei

¹¹⁸ Vgl. Adami, Mutual Funds, S. 45.

¹¹⁹ Nach Reuter (Investmentfonds, S. 72) entstanden diese Trusts Ende der 90er Jahre des letzten Jahrhunderts als alternatives Anlagemedium für den Grundstückshandel, da Corporations dieser Geschäftszweck untersagt war.

¹²⁰ Vgl. Reuter, Investmentfonds, S. 72ff.; Baur, Investmentgesetze, S. 157, Rz. 273.

¹²¹ Vgl. Jarchow, REITs, S. 19ff.

um das US-Pendant zu den britischen Investment Trusts in der Rechtsform der Public Company Ltd.; dies wird auch daran deutlich, daß diese Gesellschaften oft als Investment Trust Incorporated auftreten. Der Großteil der Investment Corporations firmiert als Private Corporation, die in ihren Grundzügen der deutschen Aktiengesellschaft entspricht.¹²² Wie bei der britischen Public Company Ltd. oder der deutschen Aktiengesellschaft ist die Emission von Stammaktien (Common Stock), Vorzugsaktien (Preferred Stock) und Anleihen (Bonds) möglich, d.h. der Anleger hat entweder Gesellschafter- oder Gläubigerstatus. Folglich hat er auch hier keine unmittelbaren Rechte am Fondsvermögen, da dieses im Eigentum der Gesellschaft steht.¹²³

Die konstruktionsbedingte Eigenart der REITs liegt darin, daß sie sowohl als Massachusetts Trusts als auch als Investment Corporation konzipiert sein können, d.h. sie können sowohl auf dem Vertrags- als auch auf dem Gesellschaftstyp basieren.

2.2.1.3 Emissionsmodalitäten

Unter dem Open Prinzip wird die laufende Anteilsemision verstanden. Obwohl das Open Prinzip üblicherweise i.V.m. dem Vertragstyp realisiert wird, kann es bei entsprechenden rechtlichen Rahmenbedingungen auch in Kombination mit dem Gesellschafts- und dem Trusttyp umgesetzt werden.¹²⁴ Durch die fehlende Begrenzung des Fonds volumens bzw. der Anzahl der Anteilscheine kann das Vermögen unbegrenzt anwachsen und unterliegt somit ständigen Veränderungen hinsichtlich der Anleger- und Vermögensstruktur.¹²⁵

Das Closed Prinzip bezeichnet die limitierte Anteilsemision. Wenngleich die Verwirklichung des Closed Prinzip i.d.R. auf dem Gesellschaftstyp beruht, läßt es sich auch auf Basis des Vertragstyps oder des Trusts darstellen.¹²⁶ Beim

¹²² Vgl. Ebner v. Eschenbach, Rechte, S. 8; Reuter, Investmentfonds, S. 78ff.; Baur, Investmentgesetze, S. 156, Rz. 269ff.

¹²³ Vgl. Ebner v. Eschenbach, Rechte, S. 8.

¹²⁴ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 39, Rz. 75.

¹²⁵ Vgl. Prager, Marktstrategie, S. 22.

¹²⁶ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 39, Rz. 75.

Closed Prinzip ist das Fondsvolume bzw. die Anzahl der Anteile im voraus genau festgelegt. Sobald alle Anteile gezeichnet sind, ist der Fonds geschlossen. Neue Investoren können nur eintreten, wenn sie Anteile von den bestehenden Anlegern erwerben.¹²⁷

Abgesehen von diesen typischen Ausprägungen sind zwei Sonderfälle zu berücksichtigen: Ein Emissionsstop bei Open Fonds ist sinnvoll, wenn hohe Mittelzuflüsse das Fondsmanagement unter außergewöhnlichen Anlagedruck stellen.¹²⁸ Im Extremfall könnte prozyklisches Anlegerverhalten dazu führen, daß in Boomzeiten enorme Mittelzuflüsse zu Höchstpreisen anzulegen sind,¹²⁹ d.h. Timing und Volumen der Anlagetätigkeit wären durch den Mittelzufluß vorgegeben. Daraus resultieren u.U. überertegte Zukäufe zu ungünstigen Zeitpunkten, die eine mittelbare Substanzverwässerung (Dilution) zum Nachteil der bestehenden Anleger zur Folge hätte. Diese Problematik läßt sich durch ein vorübergehendes Aussetzen des Open Prinzips umgehen. Die Investmentgesellschaft befreit sich also vom Anlagedruck dadurch, daß sie die Anteilsemission aussetzt, indem sie den Fonds für potentielle Neuerwerber (ganz oder teilweise) schließt.¹³⁰ Wird diese Maßnahme i.V.m. einem ständigen Rückgaberecht durchgesetzt, ergibt sich ein „halboffener Fonds“¹³¹. Das Gegenstück dazu stellen Neuemissionen bei Fonds dar, die ursprünglich auf dem Closed Prinzip beruhen. Insbesondere bei großer Anlegernachfrage kann es sinnvoll sein, Closed Fonds erneut zu öffnen. In diesem Fall handelt es sich eigentlich um „halbgeschlossene“ Fonds, die als „reopened“ zu bezeichnen wären.¹³² Die Realisierbarkeit eines Reopenings hängt primär von der Rechtskonstruktion ab

¹²⁷ Vgl. Prager, Marktstrategie, S. 22.

¹²⁸ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 5.

¹²⁹ Vgl. Gerke / Rapp, Neugestaltung, S. 94.

¹³⁰ So kündigte bspw. Fidelity Ende August 1997 an, den Anteilsverkauf für ihren legendären Magellan-Fonds auf aktuelle Anteileigner und Pensionsfonds zu beschränken. Ausschlaggebend war die Größe des Magellan-Fonds, der Ende Juli 1997 als Einzelfonds ein Volumen von ca. \$61 Mrd. (ca. DM 110 Mrd.) aufwies. Fidelity begründete die Zugangsbeschränkung damit, daß der Fonds zu „unhandlich“ geworden sei, da die Kursentwicklung der meisten Aktien nachhaltig beeinflußt wird, auch wenn der Fonds nur mit einem ganz geringen Vermögensbruchteil ein- oder aussteigt.

¹³¹ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, S. 3, Rz. 7.

¹³² Vgl. Spoerri, Investment Trust, S. 12.

und kann sich prinzipiell nur auf den bestehenden Anlegerkreis erstrecken oder auch Neuanleger einbeziehen.

2.2.1.4 Rückgabemodalitäten

Das Open-End Prinzip bezeichnet das jederzeitige Rückgaberecht des Anlegers bzw. die permanente Rücknahmeverpflichtung der Investmentgesellschaft. Der vereinfachenden Gleichstellung der Begriffspaare Open Prinzip und Open-End Prinzip i.S. einer simultan laufenden Emission und Rücknahme wird somit widersprochen.¹³³ Die Begründung liegt darin, daß das Open-End Prinzip zwar i.d.R. mit der laufenden Emission (Open Prinzip) verknüpft wird, dies aber nicht unbedingt der Fall sein muß, da es sich auch mit der limitierten Emission (Closed Prinzip) kombinieren läßt. Daher sind beide Aspekte strikt voneinander zu trennen, d.h. anschließend wird mit dem Open Prinzip nur die laufende Emission bezeichnet, während das Open-End Prinzip ausschließlich das jederzeitige Rückgaberecht des Anlegers beschreibt.¹³⁴

Den offenen KAGG-Fonds liegt die Kombination von Open und Open-End Prinzip zwingend zugrunde. Die Fonds stellen sich daher als beidseitig offene Vermögensmasse dar, die durch gleichzeitige Zertifikatsausgabe und -rücknahme simultan anwachsen und abnehmen kann. Das Angebot und die Nachfrage nach Anteilen wirkt sich daher nicht direkt im Anteilspreis, sondern nur im Umfang des Fondsvermögens aus. Allerdings divergieren wegen der Ausgabeaufschläge die Erwerbs- und Rückgabepreise üblicherweise. Der Rückgabepreis eines Zertifikates entspricht dem Nettoinventarwert (bzw. Net Asset Value, NAV) dividiert durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Zertifikate des Fondsvermögens.¹³⁵ Der Erwerbspreis ergibt sich aus dem Rückgabepreis, wobei ggf. ein Ausgabeaufschlag erhoben wird (zwischen 0% und 8%)¹³⁶. Der Anleger hat daher die Sicherheit, jederzeit Zertifikate zurückzugeben und erwer-

¹³³ Vereinzelt wird im Gegensatz dazu auch unter dem Open-End Prinzip die laufende Emission verstanden, so bspw. bei Fischer, Investimentsparen, S. 13.

¹³⁴ Vgl. Spoerri, Investment Trust, S. 13; Lorenzen, Kollektive Kapitalanlage, S. 76; Prager, Marktstrategie, S. 22; Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 70, Fn. 40.

¹³⁵ Vgl. Päslar, Investimentsparen, S. 9.

¹³⁶ Vgl. Mol, Investmentfonds-ABC, S. 53.

ben zu können und wird durch das Rückgaberecht vom Preisrisiko entbunden; dafür nimmt der das Mengenrisiko in Kauf. Das Mengenrisiko besteht darin, daß sich Mittelzu- und -abflüsse negativ auf die Fondsentwicklung auswirken können, indem das Fondsmanagement zu nachteiligen An- oder Verkaufsaktivitäten gezwungen wird (Substanzverwässerung). Diese Problematik ist - wie später noch zu zeigen ist - bei Offenen Immobilienfonds von besonderer Bedeutung.

Das Closed-End Prinzip beschreibt Fonds ohne Rückgaberecht. Auch hier wird der obigen Argumentation folgend die vereinfachende Gleichstellung der Begriffspaare Closed Prinzip und Closed-End Prinzip für unzutreffend erklärt.¹³⁷ Die entsprechende Begründung lautet, daß sich das Closed-End Prinzip, obwohl es meistens in Verbindung mit Closed Fonds realisiert wird, auch in Verbindung mit dem Open Prinzip umsetzen läßt. Aus diesem Grund werden nachfolgend die Bezeichnungen Closed Prinzip für die limitierte Emission und Closed-End Prinzip für die fehlende Rücknahmepflicht verwendet.¹³⁸

Die neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften basieren auf der Kombination von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip. Aus diesem Grund ist das Vermögen beidseitig geschlossen und kann nur durch Kapitalerhöhungen anwachsen oder durch Aktienrückkäufe sinken, wie später noch gezeigt wird. Durch das fehlende Rückgaberecht ergibt sich für die Anleger das Problem der Anteilsfungibilität, da sie bei Veräußerungen auf die Börse oder den freihändigen Kauf im außerbörslichen Handel angewiesen sind. Aus diesem Grund ist die Börsennotierung zwingend vorgesehen. Die Fungibilität der Anteile nimmt zwar mit der Höhe des Fondsvolumens, der Stückelung der Anteile und der Anlegeranzahl tendenziell zu, unterliegt jedoch den Gesetzen von Angebot und Nachfrage.¹³⁹ Deshalb weicht der Anteilspreis i.d.R. vom Nettoinventarwert ab. Die Problematik der Preisschwankungen um den Inventarwert resultiert einer-

¹³⁷ Vereinzelt wird im Gegensatz dazu unter dem Closed-End Prinzip auch die einmalige Emission (bis zur Schließung) verstanden, so bspw. bei Fischer, Investmentsparen, S. 13.

¹³⁸ Vgl. Spoerri, Investment Trust, S. 13; Lorenzen, Kollektive Kapitalanlage, S. 76; Prager, Marktstrategie, S. 22; Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 71, Fn 42.

¹³⁹ Vgl. Pässler, Investmentsparen, S. 9.

seits aus der Begrenzung des Fonds volumens (bzw. der Beschränkung der Anteilsanzahl) und andererseits aus der fehlenden Rücknahme verpflichtung.

Der Anleger trägt das Preisrisiko, da er im Verkaufsfall erst einen Nacherwerber finden muß und ggf. Kursabschläge in Kauf zu nehmen hat.¹⁴⁰ Diesem Risiko steht allerdings auch die Chance gegenüber, die Beteiligung oberhalb des Inventarwertes veräußern zu können. Die eingeschränkte Fungibilität kann insbesondere in Krisenzeiten zu einem echten Problem werden, da ein Sinken der Zertifikatspreise den Preisverfall weiter beschleunigen kann. Dafür hat der Anleger kein Mengenrisiko, d.h. plötzliche Mittelzu- und abflüsse zu ungünstigen Zeiten sind wegen des Pricings praktisch ausgeschlossen. Diese Gegebenheiten sind - wie später aufgezeigt wird - bei den REITs von großer Bedeutung.

Darüber hinaus sind zwei Ausnahmefälle zu berücksichtigen: Ein Rücknahmefallschub bei Open-End Fonds erscheint dann sinnvoll, wenn Mittelabflüsse aus Sicht der verbleibenden Anteilinhaber über ungünstiges Verkaufstiming zur Substanzverwässerung führen würden.¹⁴¹ Diesem Dilemma kann das Fondsmanagement nur entgehen, indem das Rückgaberecht vorübergehend ausgesetzt wird. Der andere Sonderfall besteht darin, bei Closed Fonds den Anlegern auch ein Rückgaberecht (Open-End Prinzip) einzuräumen. Ein derartiges Rückgaberecht bietet sich als verkaufsfördernde Maßnahme an, da es von potentiellen Anlegern als Vertrauensbeweis der Investmentgesellschaft interpretiert wird. Bei Immobilienfonds erscheint diese Konstruktionsweise nach den Erfahrungen im Fall Rodamco allerdings ungeeignet.¹⁴²

¹⁴⁰ Nach Ohl (Rechtsbeziehungen, S. 20) zeigte sich diese Problematik besonders während der Börsenkrise 1929 in den USA, als die Closed-End Trusts als dominierende Fonds konstruktion nur mit erheblichen Preisabschlägen gehandelt wurden.

¹⁴¹ Vgl. Gerke / Rapp, Neugestaltung, S. 94.

¹⁴² Die niederländische Immobilien gesellschaft Rodamco kombinierte das Closed Prinzip mit dem Open-End Prinzip, indem sie für ihre Anteile, die an der Börse als Aktien gehandelt wurden, ein Rückgaberecht zum Inventarwert garantierte. Als im Jahr 1990 / 91 Investitionen in den Londoner Büroimmobilienmarkt wegen des dortigen Immobiliencrashes um ein Viertel abgewertet wurden, kam es zu einer Rückgabewelle, die sämtliche liquiden Mittel der Gesellschaft aufzehrte. Daraus resultierte ein Kursverfall um rd. 40% binnen drei Tagen, obwohl sich keine Veränderungen im Immobilienbestand ergaben (Vgl. Demuth / Bustorf / Thiel, Investmentfonds, S. 97). Seither hat Rodamco verständlicherweise das Open-End Prinzip außer Kraft gesetzt und operiert nur noch als Closed-End Fonds.

2.2.1.5 Finanzierungsstruktur

Unter Eigenkapitalfonds werden Fonds ohne Fremdkapitalanteil verstanden. Sie lassen sich sowohl durch die Kombination von Open Prinzip und Open-End Prinzip als auch mit der Verknüpfung von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip darstellen. Die Performance von Eigenkapitalfonds entspricht der des zu grundegelegten Anlageportfolios, da keine Leverageeffekte auftreten.

Dagegen werden Fonds mit Fremdkapitalanteil wegen der konstruktionsimmanenten Leverage nachfolgend als Leveragefonds bezeichnet. Die Leveragefonds beruhen i.d.R. nicht auf der Kombination von Open Prinzip und Open-End Prinzip, da sich deren Kapitalbasis durch ständige Mittelzu- und -abflüsse laufend verändern. Ein Fremdkapitaleinsatz ist daher nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich, da unerwartete Mittelabflüsse u.U. zur Überschuldung des Fonds führen könnten. Deshalb basieren sie meistens auf der Kombination von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip, da deren Konstruktion unerwünschte Mittelzu- und -abflüsse ausschließt, womit die Eigenkapitalbasis konstant bleibt und Fremdkapitaleinsatz ermöglicht wird.¹⁴³

Diese Leverageeffekte wirken sich nachhaltig auf die Performance aus, da der Fremdkapitaleinsatz zu entsprechenden Hebelwirkungen führt. Allerdings steigt mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Risikoexposition, da sich bspw. bei Wertpapierfonds „eine derartige Hebelwirkung in Zeiten steigender Wertpapierkurse (...) sehr günstig für die Teilnehmer auswirkt, in Zeiten rückläufiger Kurse jedoch umgekehrt die Verluste wesentlich vergrößert“¹⁴⁴ werden. Daher können bei gleicher Vermögensstruktur mit unterschiedlichen Finanzierungsformen verschiedene Rendite- und Risikoprofile dargestellt werden, mit denen sich unterschiedliche Anlegerzielgruppen ansprechen lassen.¹⁴⁵

Neben diesen typischen Ausgestaltungsformen sind zwei Mischformen zu beachten: Ein Eigenkapitalfonds kann bspw. vorübergehend Fremdkapital aufnehmen, um besonders günstige Marktchancen für eine verstärkte Akquisitions-

¹⁴³ Vgl. Prager, Marktstrategie, S. 21.

¹⁴⁴ Tormann, Investmentgesellschaften, S. 13.

¹⁴⁵ Vgl. Prager, Marktstrategie, S. 21.

tätigkeit auszunutzen. Umgekehrt kann es bei Leveragefonds in Abhängigkeit von den Marktgegebenheiten sinnvoll sein, die Fremdkapitalquote zurückzuführen, um die Risikoexposition zu reduzieren. Diese Fremdfinanzierungsflexibilität ist bei Immobilienfonds wegen der hohen Anlagevolumina, der langfristigen Anlagezeiträume, steuerlichen Überlegungen etc. von besonderer Bedeutung. Erwartungsgemäß ergeben sich hier - wie später noch zu zeigen sein wird - große Unterschiede zwischen den Offenen Immobilienfonds und den REITs.

2.2.1.6 Investitionsstruktur

Bei Fonds mit Liquiditätsanteil besteht das Vermögen nie vollständig aus den avisierten Anlagegegenständen, sondern auch aus liquiden Mitteln. Je höher der Liquiditätsanteil ist, um so mehr wirkt er sich „stabilisierend“ auf die Performance aus. Mit steigendem Liquiditätsanteil nehmen diese Fonds allerdings auch den Charakter von Mischfonds an, wodurch u.U. die Produktwahrheit in Frage gestellt wird. Die Fonds mit Liquiditätsanteil lassen sich sowohl durch die Kombination von Open Prinzip und Open-End Prinzip als auch durch die Verknüpfung von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip darstellen.

Im Gegensatz dazu bestehen Fonds ohne Liquiditätsanteil ausschließlich aus den avisierten Vermögensgegenständen, d.h. es handelt sich gewissermaßen um eine „reinrassige“ Form der jeweiligen Kapitalanlage. Die Fonds ohne Liquiditätsanteil beruhen i.d.R. nicht auf der Kombination von Open Prinzip und Open-End Prinzip, da diese Fonds aufgrund der Rückgabepflicht liquide Mittel für eventuelle Rückgaben vorhalten müssen. Daher werden sie i.d.R. auf Basis der Kombination von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip aufgelegt.

Ebenso wie Leverage zu einer Hebelwirkung führt, ergibt sich aus der Liquiditätshaltung eine Glättungswirkung: Bei Fonds ohne Liquiditätshaltung stellt sich die Performance dementsprechend unbeeinflußt dar, während mit steigendem Liquiditätsanteil eine zunehmende Glättungswirkung zu verzeichnen ist. Diese Glättung wirkt sich bspw. bei Wertpapierfonds für die Anleger im Falle sinkender Kurse positiv aus, während sie bei steigenden Kursen zu einer Verringerung der Performance führt. Somit wird deutlich, daß sich Fonds mit unterschiedlichen Liquiditätsanteilen bei sonst unveränderten Vermögensstrukturen

an verschiedene Zielgruppen auf Anlegerseite wenden. Liquidität ist daher das Gegengewicht zur Leverage.

Ergänzend ist auch hier auf Sonderformen hinzuweisen: So können bei Fonds mit Liquiditätsanteil plötzliche Mittelabflüsse durch Rückgaben zu einer Erosion der Liquidität führen. Dies kann im Extremfall dazu führen, daß Anlagegegenstände veräußert werden müssen, um Liquidität zu beschaffen. Umgekehrt ist bei Fonds ohne Liquiditätsanteil eine temporäre Liquiditätshaltung denkbar, wenn die Mittel nicht in ausreichendem Maße investiert werden können. Daraus resultiert die Entstehung eines entsprechend hohen Liquiditätspolsters.

Die Liquiditätsproblematik ist bei Offenen Immobilienfonds vor allem wegen der eingeschränkten Fungibilität von Immobilien ein besonders heikles Thema. In dieser Hinsicht ergeben sich grundlegende Unterschiede zu den REITs, die ausführlich zu erörtern sein werden.

2.2.2 Analyse der Nachfrageseite: Investorentypen

2.2.2.1 Übersicht

Der Bezugsrahmen bei der Analyse der Nachfrageseite umfaßt die Unterscheidungskriterien Rechtsform, Anlagevolumen und -horizont sowie Rendite- und Risikoeinstellung (Abbildung 7).

Kriterien	Ausprägungen		
Rechtsform	Privatinvestoren	Institutionelle Investoren	Unternehmen als Investoren
Anlagevolumen	„Kleininvestoren“	„Großinvestoren“	„Mittel- und HIP-Investoren“
Anlagehorizont	Langfristig orientierte Investoren	Kurzfristig orientierte Investoren	Mittelfristig orientierte Investoren
Risikoeinstellung	Risikoscheue Investoren	Risikofreudige Investoren	Risikoneutrale Investoren
Renditeeinstellung	Ertragsorientierte Investoren	Wachstumsorientierte Investoren	Chancenorientierte Investoren

Abbildung 7: Übersicht der Investorentypen

Speziell die beiden letztgenannten Charakteristika sind nicht nur durch wechselseitige Verflechtungen gekennzeichnet, sondern sind in praxi nur schwer be-

stimmbar, da es sich um subjektive Einstellungen handelt, die sich aus den jeweiligen Anlegerpräferenzen ableiten.¹⁴⁶

2.2.2.2 Rechtsstatus

Als Privatinvestoren werden natürliche Personen bezeichnet, die Kapitalanlagen tätigen. Da sich diese Anlegergruppe sehr heterogen darstellt, werden i.d.R. soziodemographische Merkmale zur Differenzierung herangezogen. Zwischen den einzelnen Merkmalen bestehen jedoch erhebliche Wechselwirkungen, d.h. die einzelnen Einflußfaktoren bedingen sich untereinander mehr oder weniger (Vor- und Rückkoppelungen). Diese Korrelationen verdeutlicht beispielhaft die von Euler entwickelte Klassifizierung, die auf den Kriterien Einkommen, Vermögenssumme und Berufsstand basiert. Nach diesen Parametern unterscheidet Euler zwischen Massen-, Mittel-, High Income Potential- und TOP-Markt (Abbildung 8). Obwohl der pauschalisierende Charakter der vorgenommenen Systematisierung kritisiert werden kann, stellt sie ein geeignetes Klassifikationsraster dar. Insbesondere unter dem Gesichtspunkt der Zielgruppenabgrenzung erscheinen die vier definierten Marktsegmente praktikabel.

	Massenmarkt	Mittelmarkt	HIP-Markt	TOP-Markt
Jahreseinkommen (Brutto)	< 50.000 DM	50.000 DM bis 100.000 DM	100.000 DM bis 1 Mio. DM	> 1 Mio. DM
oder				
Vermögenssumme	< 500.000 DM	500.000 DM bis 1 Mio. DM	1 Mio. DM bis 5 Mio. DM	> 5 Mio. DM
Berufsstand	<ul style="list-style-type: none"> • Arbeiter • Angestellte • Landwirte 	<ul style="list-style-type: none"> • Facharbeiter • Mittleres Management 	<ul style="list-style-type: none"> • Ärzte • Anwälte • lfd. Angestellte • Selbständige 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorstandsmitglieder • Fabrikanten

Abbildung 8: Segmentierung der privaten Investoren¹⁴⁷

Unter institutionellen Investoren werden nachfolgend in Anlehnung an die Legaldefinition der Spezialfonds in § 2 KAGG alle nicht-natürlichen Anleger mit Ausnahme von Unternehmen verstanden. Im Gegensatz zu den Privatinvestoren läßt sich die Gruppe der institutionellen Investoren nicht eindeutig abgrenzen, da der

¹⁴⁶ Vgl. Kern, Portfolio-Management, S. 118f.

¹⁴⁷ Vgl. Euler, reichen Leute, S. 7f.; Allendorf, Investor-Relations, S. 49.

Begriff des institutionellen Investors nicht gesetzlich geregelt ist. Dennoch verwendete ihn die Legislative bei Verabschiedung des „Gesetzes zur Verbesserung der Rahmenbedingungen institutioneller Anleger“ (1986), mit dem das KAGG und das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) novelliert wurde.¹⁴⁸

Werden institutionelle Anleger dementsprechend definiert, umfaßt die Gruppe nur die Investment- und Versicherungsgesellschaften. Dagegen schließt eine Definition i.w.S. sämtliche Kapitalsammelstellen ein,¹⁴⁹ d.h. alle Einrichtungen, die das Kapital anderer Investoren bündeln und es bestimmten Formen der Kapitalanlage zuführen.¹⁵⁰

Wegen dieses Abgrenzungsproblems finden sich in der Fachliteratur i.d.R. keine eindeutigen und einheitlichen Begriffsbestimmungen¹⁵¹, sondern enumerative Definitionsansätze,¹⁵² die einzelne institutionelle Investorentypen aufzählen. Diese praxisnahe Vorgehensweise hat den Vorteil, daß in Abhängigkeit von der verfügbaren Datenbasis und der angestrebten Zielsetzung der Anlegerkreis enger oder weiter gefaßt werden kann.¹⁵³ Dem steht der Nachteil einer willkürlich erscheinenden Klassifikation gegenüber, da keine Klassifikationskriterien definiert werden.¹⁵⁴ Diese Nachteile enumerativer Ansätze lassen sich nur durch substantielle Begriffsbestimmungen vermeiden, die typische Charakteristika herausarbeiten.¹⁵⁵ Eine derartiger Definitionsansatz wurde bspw. von Kaiser unternommen, der durch eine Expertenbefragung bei schweizerischen Banken und institutionellen Investoren folgende Charakteristika bestimmen konnte.¹⁵⁶

¹⁴⁸ Vgl. dazu Hirche, Gesetzesinitiativen, S. 1020.

¹⁴⁹ Vgl. Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 359.

¹⁵⁰ Das Spektrum der Kapitalgeber kann nicht nur Privatanleger und Unternehmen, sondern auch andere institutionelle Investoren umfassen. In diesem Fall handelt es sich quasi um die „Institutionalisierung“ von institutionellen Investoren.

¹⁵¹ Vgl. Kaiser, Banken, S. 10; Suter, Anlageentscheide, S. 19.

¹⁵² Vgl. Schiereck, Institutionelle, S. 393.

¹⁵³ Vgl. Kaiser, Banken, S.10ff.; Suter, Anlageentscheide, S.19.

¹⁵⁴ Vgl. Schiereck, Institutionelle, S. 393.

¹⁵⁵ Vgl. Schiereck, Institutionelle, S. 393.

¹⁵⁶ Vgl. Kaiser, Banken, S. 129ff. und S. 447f., Anhang 2 - 4. Die Angaben in Klammern entsprechen dem Anteil der Befragten, der die jeweiligen Eigenschaft als charakteristisches Merkmal institutioneller Investoren bewertete.

- Tätigkeit in der Rechtsform der juristischen Person (89%).
- Spezielles Know-How betreffend Kapitalanlagen durch hohes Qualifikationsniveau der Mitarbeiter (89%).
- Beschäftigung von Mitarbeitern, die sich größtenteils oder ausschließlich mit der Anlage der Geldmittel beschäftigen (77%).
- Ausgeprägte Marktnähe durch Kontaktpflege und Informationsaustausch mit anderen Investoren und Banken (75%).
- Kapitalanlage von Geldmitteln, die ihnen von Privatinvestoren für einen bestimmten Zweck / Zeitraum überlassen worden sind (70%).
- Anlagevolumen ist ein Vielfaches größer als bei Privatinvestoren (62%).

Obwohl sich im Ergebnis keine eindeutigen Charakteristika (i.S. von 100% Antworten) feststellen lassen, werden drei Schlüsselkriterien deutlich:¹⁵⁷ Die eigenständige Rechtsform einer juristischen Person, die professionelle und dauerhafte Kapitalanlagetätigkeit für Dritte sowie die Kapitalanlagetätigkeit als originärer Geschäftszweck. Da diese Kriterien allerdings erst durch hohe Anlagevolumina wirtschaftlich erfüllt werden können, erscheint es auf den ersten Blick sinnvoll, diese Eigenschaft ebenfalls als Schlüsselkriterium institutioneller Investoren zu qualifizieren. Dagegen spricht jedoch, daß die Aufbauphase institutioneller Vermögen i.d.R. den Beginn mit relativ kleinen Anlagevolumina bedingt. Zudem verfügen Privatpersonen im TOP-Markt u.U. über größere Vermögen als institutionelle Anleger.¹⁵⁸ Das Kriterium der Größe des Anlagevolumens relativiert sich daher wegen fehlender Operationalisierbarkeit.¹⁵⁹ Auch die Risikostreuung kann nicht zur Abgrenzung herangezogen werden, da viele institutionelle Anleger eine spezialisierte Anlagepolitik verfolgen.

¹⁵⁷ Vgl. Schiereck, Institutionelle, S. 393.

¹⁵⁸ Vgl. Suter, Anlageentscheide, S. 19; Kaiser, Institutionelle, S. 131f.

¹⁵⁹ Diese Abgrenzungsproblematik spiegelt sich in dem Begriff „Individuals“ wider, der im angelsächsischen Raum für institutionelle Anleger mit relativ geringen Anlagevolumina und Privatanleger mit verhältnismäßig großen Vermögen angewandt wird.

Die Anlagepolitik institutioneller Investoren zeichnet sich im direkten Vergleich mit Privatinvestoren nach Kaisers Expertenerhebung durch folgende vier Eigenschaften aus:¹⁶⁰

- Besseres Handling von Risiken (70%).
- Viel oder sehr viel größere „Sicherheitsorientierung“ (68%).
- Viel oder sehr viel größere „Renditeorientierung“ (53%).
- Viel oder sehr viel größere „Liquiditätsorientierung“ (26%).

In der Summe lassen sich diese Charakteristika sowohl auf die höhere Professionalität der institutionellen Anleger i.S. fachlicher Qualifikation als auch einer ausgeprägten Performanceorientierung und -messung zurückführen.¹⁶¹

Abbildung 9 gibt einen Überblick über das Spektrum der institutionellen Anleger, wobei auf die Definitionsansätze in der Kapitalmarktstatistik der Bundesbank und der Spezialfonds-Statistik von Kandlbinder zurückgegriffen wird.

Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank	Spezialfonds-Statistik von Kandlbinder
<ul style="list-style-type: none"> • Kreditinstitute • Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke) • Sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände) • Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungskassen • Private Organisationen ohne Erwerbszweck (z.B. Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine) • Ausländer 	<ul style="list-style-type: none"> • Versicherungswirtschaft insgesamt (private und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen) • Institutionalsierte Altersversorgung insgesamt (Pensions- und Unterstützungsstellen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke) • Wirtschaftsunternehmen (Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, d.h. zur „Fondierung“ von Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen) • Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber (Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften) • Ausländer

Abbildung 9: Segmentierungen der institutionellen Investoren¹⁶²

Neben den privaten und den institutionellen Investoren genießen die Unternehmen einen Sonderstatus, da ihr Anlageverhalten sowohl Züge der Kapital-

¹⁶⁰ Vgl. Kaiser, Banken, S. 129ff. und S. 448, Anhang 2 - 4. Die Angaben in Klammern entsprechen dem Anteil der Befragten, der die jeweiligen Eigenschaft als charakteristisches Merkmal institutioneller Investoren bewertete.

¹⁶¹ Vgl. Kaiser, Banken, S. 132.

¹⁶² Vgl. Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98; Kandlbinder, Spezialfonds, S. 13f. sowie S. 27.

anlage privater Investoren als auch solche von institutionellen Investoren tragen kann. Die Unternehmen verhalten sich gewissermaßen wie Privatanleger, wenn sie im Rahmen der originären Geschäftstätigkeit auf Fondsprodukte - bspw. Geldmarktfonds im Rahmen des Cash-Managements oder Aktienfonds in bezug auf Finanzanlagen - zurückzugreifen. Dagegen sind Unternehmen als institutionelle Anleger anzusehen, wenn sie sich bspw. im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung als Investoren engagieren. Ein konkretes Praxisbeispiel für diese Problematik ist die Anlagetätigkeit von Versicherungen, die beim gebundenen Vermögen als institutionelle Anleger tätig werden und beim freien Vermögen als Unternehmen agieren können.

Besonders deutlich wird dieses Abgrenzungsproblem auch bei den verschiedenen Konstruktionen der Immobilienfonds, die sich sowohl als institutionelle Investoren als auch als Unternehmen einstufen lassen. Dabei ergeben sich grundlegende Unterschiede zwischen den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bzw. den Offenen Immobilienfonds, die eher bei den institutionellen Investoren einzuordnen sind, und den REITs, die sich konstruktionsbedingt primär als Immobilienunternehmen darstellen.

2.2.2.3 Anlagehorizont

Als langfristig orientierte Investoren werden nachfolgend alle Anleger mit einem Zeithorizont von mehr als fünf Jahren bezeichnet. In diese Kategorie ist der Großteil der institutionellen Investoren einzuordnen, da diese i.d.R. dauerhaft anlegen. Zudem sind dieser Gruppe die Privatanleger und Unternehmen zuzuordnen, deren Anlagetätigkeit auf die Altersvorsorge oder den Vermögensaufbau ausgerichtet ist. Das Anlageverhalten der langfristigen Anleger ist dadurch charakterisiert, daß die Performance und Volatilität i.d.R. über Zeiträume von drei oder fünf Jahren gemessen werden, d.h. kurzfristige Marktschwankungen sind von geringerer Bedeutung.¹⁶³ Wegen der Langfristigkeit stellen die Managementkosten der Kapitalanlage ein wichtiges Beurteilungskriterium dar.

¹⁶³ Vgl. GFA, FondsGuide, S. 49.

Dagegen werden unter kurzfristig orientierten Investoren im weiteren Verlauf alle Anleger zusammengefaßt, die eine Haltedauer von weniger als einem Jahr avisierten. Hauptmotiv für die Kurzfristigkeit des Anlageengagements ist das Erfordernis schneller Verfügbarkeit. Diese Anlegergruppe umfaßt sowohl Privatinvestoren, institutionelle Investoren als auch Unternehmen und deckt ein breites Spektrum von Anlageformen ab. Aufgrund der Kurzfristigkeit sind neben der aktuellen Performance vor allem Transaktionskosten von großer Bedeutung für die Anlageentscheidung.¹⁶⁴

Als mittelfristig orientierte Anleger werden nachfolgend sämtliche Anleger bezeichnet, die weder kurz- noch langfristig orientiert sind, d.h. einen Anlagehorizont zwischen einem und fünf Jahren haben.

2.2.2.4 Anlagevolumen

Als Kleininvestoren werden im Rahmen dieser Arbeit ausschließlich Privatinvestoren verstanden, die dem Massenmarkt zuzuordnen sind (Abbildung 8). Da diese Kategorie durch ein Bruttojahreseinkommen von unter DM 50.000 oder ein Vermögen von unter DM 500.000 abgegrenzt ist, werden die begrenzten Anlagekapazitäten deutlich. Nicht zuletzt wegen des oftmals fehlenden Fachwissens strebt diese Investorengruppe i.d.R. standardisierte Anlageprodukte mit breiter Risikostreuung an.

Als Abgrenzung für Großinvestoren werden die Klassifikationskriterien für das TOP-Marktsegment der Privatinvestoren herangezogen, da ein Mindesteinkommen von DM 1 Mio. p.a. oder ein Mindestvermögen von DM 5 Mio. ein relativ großes Anlagepotential erschließt (Abbildung 8). Zudem werden dieser Kategorie auch sämtliche institutionellen Investoren und Unternehmen zugerechnet, bei denen diese Einnahme- oder Vermögenskriterien erfüllt werden. Allerdings ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß der Großteil der institutionellen Investoren durch wesentlich größere Anlagevolumina gekennzeichnet ist.

Unter der Bezeichnung Mittel- und HIP-Investoren werden sämtliche Anleger zusammengefaßt, die zwischen den Kleininvestoren (Massenmarkt) und den

¹⁶⁴ Vgl. GFA, FondsGuide, S. 49.

Großinvestoren (TOP-Markt) liegen (Abbildung 8). Als Klassifikationskriterien dienen daher Jahreseinkommen zwischen DM 50.000 und DM 1 Mio. oder ein Vermögen in einer Größenordnung zwischen DM 500.000 und DM 5 Mio. In diese Kategorie werden auch sämtliche institutionelle Investoren und Unternehmen einbezogen, die sich in einer vergleichbaren Einnahme- oder Vermögenssituation befinden.

2.2.2.5 Risikoeinstellung

Die Risikoeinstellung bezeichnet die „Verhaltensbereitschaft eines Entscheidungsträgers bei der Entscheidungsfindung, wobei grundsätzlich risikoscheues, risikoneutrales und risikofreudiges Verhalten unterschieden werden.“¹⁶⁵ Die individuelle Risikobereitschaft und das daraus resultierende Risikoverhalten werden durch die verhaltenspsychologischen Komponenten Risikowahrnehmung, Einstellung zum antizipierten Risiko, Problemlösungsmotivation und konsequentes Entscheidungsverhalten vorbestimmt.¹⁶⁶

Anleger gelten als risikoscheu oder -avers, wenn ihre Bereitschaft, Risiken zu übernehmen, selbst bei einer zusätzlichen Vergütung in Form einer Risikoprämie nur gering ist.¹⁶⁷ Diese Anleger setzen daher für ihre Anlagetätigkeit voraus, daß jede Steigerung des Risikos mit einer überproportionalen Steigerung der Ertragschancen kompensiert wird.¹⁶⁸ Im Extremfall nehmen diese Anleger nicht einmal gegen einen nahezu unendlichen Ertragszuwachs Zusatzrisiken in Kauf. Diese Anleger werden als streng risikoavers bezeichnet.¹⁶⁹

Im Gegensatz dazu sind risikofreudige Investoren dazu bereit, schon bei einer geringfügig höheren Ertragschance ein überproportional großes Risiko einzugehen.¹⁷⁰ Die Entschädigung für das Risiko der Kapitalüberlassung liegt üblicherweise in einer Renditeforderung, in die eine adäquate Risikoprämie einkalku-

¹⁶⁵ Büschgen, Börsenlexikon, S. 614.

¹⁶⁶ Vgl. Müller-Reichart, Risiko-Management, S. 195f.

¹⁶⁷ Vgl. Poschadel, Managementleistung, S. 27f.; Büschgen, Börsenlexikon, S. 613f.

¹⁶⁸ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 16.

¹⁶⁹ Vgl. Vogler, Risikoerkennung, S. 291.

¹⁷⁰ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 16.

kuliert ist. Diese Risikoprämie kompensiert den Anleger für sämtliche Risiken (bspw. Bonitäts-, Währungs-, Zinsänderungs- oder Länderrisiken).¹⁷¹

Zwischen den risikoscheuen und den risikofreudigen Anlegern werden die risiko-proportionalen Investoren eingeordnet, die ein höheres Risiko nur bei einer proportional steigenden Ertragschance in Kauf nehmen.¹⁷² Im Gegensatz dazu lassen sich risikoneutrale Investoren in ihrem Anlageverhalten nicht durch die Höhe des Risikos beeinflussen, da sie lediglich das Erreichen einer bestimmten Renditevorstellung anstreben.¹⁷³

2.2.2.6 Renditeorientierung

Im Gegensatz zur Klassifikation nach der Risikoeinstellung ist die Abgrenzung hinsichtlich der Renditeorientierung besonders schwierig, da diese Ausprägungen durch zahlreiche Faktoren beeinflusst werden. Dazu zählt bspw. die wirtschaftliche Entwicklung, die Börsenverfassung, das jeweilige Zinsniveau, die langfristigen Inflationserwartungen sowie die steuerlichen Rahmenbedingungen. Zudem wirkt sich i.d.R. das Anlage-Know-How des Anlegers auf dessen Renditeorientierung aus. Dabei lassen sich ertrags-, wachstums- und chancenorientierte Anleger unterscheiden.

Die ertragsorientierten Investoren gelten als Anleger mit ausgeprägten Sicherheitsbedürfnissen, da sie laufende Erträge gegenüber der Wertsteigerung bevorzugen.¹⁷⁴ Ihr Interesse und Fachwissen bezüglich der Kapitalanlage ist in den meisten Fällen eher beschränkt. Bei der Kapitalanlage dieser Anlegergruppe durch Investmentfonds dominieren i.d.R. Rentenfonds, denen oft Aktienfonds oder Offene Immobilienfonds beigemischt werden.¹⁷⁵ Insofern wird eine „konservative Kapitalanlage“¹⁷⁶ verfolgt.

¹⁷¹ Vgl. Büschgen, Börsenlexikon, S. 616.

¹⁷² Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 16.

¹⁷³ Vgl. Vogler, Risikoerkennung, S. 291.

¹⁷⁴ Vgl. GFA, FondsGuide '98, S. 18.

¹⁷⁵ Vgl. GFA, FondsGuide '98, S. 18.

¹⁷⁶ Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 400.

Im Gegensatz dazu sind die chancenorientierten Investoren bestrebt, in bestimmten Märkten gezielt Anlagechancen wahrzunehmen, da sie i.d.R. über Erfahrungen in der Kapitalanlage verfügen und Kursschwankungen aufgeschlossen gegenüberstehen.¹⁷⁷ Es handelt sich also um „wertpapierreife“ Anleger. Ihre Kapitalanlagetätigkeit in Investmentfonds ist i.d.R. durch eine Übergewichtung der Aktienfonds geprägt, wobei oft eine Streuung nach Fonds mit verschiedenen Risikoprofilen erfolgt.¹⁷⁸ Da dieser Anlagestil eine dauerhafte und engagierte Beobachtung von Unternehmen und Märkten erfordert, kann er auch als „initiative Kapitalanlage“¹⁷⁹ bezeichnet werden.

Zwischen den ertrags- und den chancenorientierten Anlegertypen sind die wachstumsorientierten Investoren einzuordnen, die durch eine ausgewogene Renditeorientierung geprägt sind und oft über erste Erfahrungen bei der Kapitalanlage verfügen.¹⁸⁰ Ihre Fonds-Anlagepolitik ist dadurch charakterisiert, daß sie sowohl laufenden Ertrag anstreben als auch Wertsteigerungspotentiale wahrnehmen wollen. Daher investieren sie i.d.R. in Gemischte Fonds oder Kombinationen verschiedener Fondstypen.

2.3 Analyse der Besonderheiten des Grundstücks-Investment im Vergleich zum Wertpapier-Investment

2.3.1 Charakteristika des Wertpapier-Investment als Sonderform der Wertpapier-Kapitalanlage

Unter der Kapitalanlage¹⁸¹ wird einerseits der Vorgang der langfristigen Anlage von Kapital zum Zweck der Werterhaltung und der Renditeerzielung verstanden (Anlageprozeß) und andererseits die konkrete Ausgestaltung (Anlageobjekt).¹⁸²

¹⁷⁷ Vgl. GFA, FondsGuide '98, S. 18.

¹⁷⁸ Vgl. GFA, FondsGuide '98, S. 18.

¹⁷⁹ Vgl. Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 400.

¹⁸⁰ Vgl. GFA, FondsGuide '98, S. 18.

¹⁸¹ Auf begriffliche Abgrenzungen zu Synonymen wie Geld- oder Vermögensanlage soll anschließend verzichtet werden, da der Bezeichnungsschutz des KAGG auf die Termini Kapitalanlage und Investment beschränkt ist.

¹⁸² Vgl. Schlag, Innovative Formen, S. 5; Suter, Anlageentscheide, S. 13f.

Aus der Kombination der prozeß- und der objektbezogenen Sichtweise resultiert ein Transformationskreislauf¹⁸³, bei dem zuerst Kapital investiert und zu einem späteren Zeitpunkt wieder liquidiert wird. Obwohl sich die Entscheidungsfindung beim Anlageprozeß i.d.R. an den objektiven Maßstäben Rendite, Sicherheit und Liquidität ausrichtet, wird die Umsetzung in die Praxis durch eine Reihe von Problemen erschwert: Zum einen zwingen Zielkonflikte¹⁸⁴ den Anleger zur Entwicklung subjektiver Präferenzen, auf denen die Anlagepolitik aufbauen kann.¹⁸⁵ Deren Formulierung ist jedoch insofern problematisch, als sich qualitative Kriterien wie Flexibilität oder Unabhängigkeit nur schwer operationalisieren lassen.¹⁸⁶ Weitere Schwierigkeiten entstehen durch Eintrittsbarrieren in gewisse Anlagemarkte, da Anlageentscheidungen erheblich durch erforderliche Mindestanlagevolumina, bestimmte Mindestanlagezeiträume und notwendige Marktkenntnisse vorbestimmt werden.

Diese Eintrittsbarrieren sind bei Wertpapieren allerdings relativ niedrig, da durch die Verbriefung i.V.m. der Börsennotierung eine Losgrößen- und Fristentransformation erfolgt, die außerdem zu gesteigerter Markttransparenz führt. Bei der Realisierung der herkömmlichen Wertpapier-Kapitalanlage lassen sich acht Varianten unterscheiden, je nachdem ob sie mit oder ohne andere Anleger (kollektiv oder eigenständig), mit oder ohne Risikostreuung (diversifiziert oder undiversifiziert) und mit oder ohne Fremdverwaltung erfolgen soll. Bei dieser Unterscheidung nimmt das rechtliche und wirtschaftliche Komplexitätsniveau des Anlagemediums mit der Risikostreuung, der Anlegeranzahl und dem Grad der Fremdverwaltung tendenziell zu (Abbildung 10)¹⁸⁷.

¹⁸³ Vgl. Suter, Anlageentscheide, S. 13f.

¹⁸⁴ Die einzelnen Ziele stehen i.d.R. in Konkurrenzverhältnissen zueinander, wie z.B. das Ziel der Rentabilität mit den Zielen Sicherheit und Liquidität.

¹⁸⁵ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 12f.; Bone-Winkel, Management, S. 35.

¹⁸⁶ Außerdem werden bei der Bildung von Anlagepräferenzen insbesondere bei Privatanlegern oftmals bestimmte Kapitalanlagearten vorab abgelehnt oder favorisiert. Dafür ist i.d.R. die Mentalität oder das (fehlende) Fachwissen entscheidend.

¹⁸⁷ Dieser Sachverhalt soll durch die Abschrägungen der Säulen in Abbildung 10 (Seite 50) angedeutet werden.

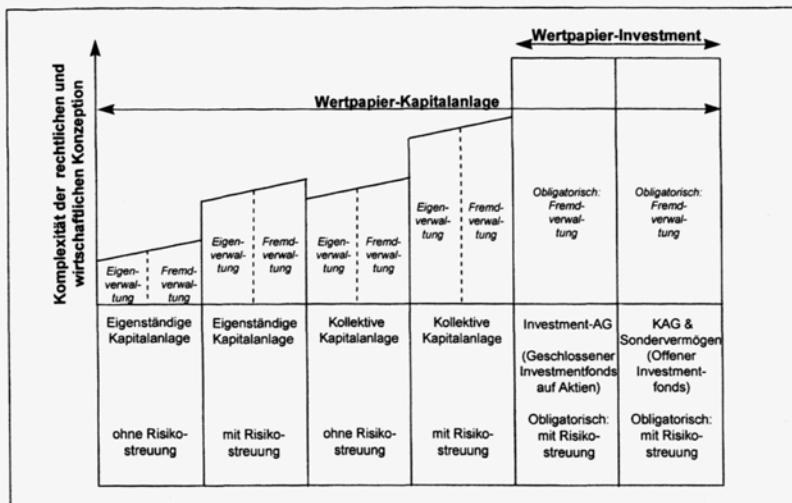


Abbildung 10: Charakteristika des Wertpapier-Investment als Sonderform der Wertpapier-Kapitalanlage

Im Gegensatz dazu zeichnet sich das Wertpapier-Investment dadurch aus, daß eine Investmentgesellschaft die prozeß- und objektbezogene Ausgestaltung der Kapitalanlage übernimmt. Auf diese Weise entsteht eine Anlageform mit eigenständigem Produkt-, Dienstleistungs- und Wertpapiercharakter. Der Produktcharakter besteht darin, daß sich das Fondsvermögen aus einer Summe verschiedener Gegenstände - v.a. Wertpapiere - zusammensetzt, an dem die Anleger quotal beteiligt werden. Der Dienstleistungscharakter ergibt sich aus dem Management der Investmentgesellschaft, durch das die Vermögensstruktur i.d.R. laufend im Hinblick auf Risiko- und Renditegesichtspunkte optimiert wird. Der Wertpapiercharakter Offener Fonds, die konstruktionsbedingt keine eigenen Marktpreise haben, unterscheidet sich gegenüber dem Geschlossener Fonds, da sich bei deren Börsennotierung Marktpreisschwankungen ergeben. Aus Sicht des Anlegers ist die steuerliche Befreiung von Sondervermögen hervorzuheben, durch die der Gesetzgeber weitgehend gewährleistet, daß Fondsanleger steuerlich wie Direktanleger behandelt werden. Dieses „Prinzip der steuerlichen Transparenz“ ist dagegen bei den neu zugelassenen Investment-

aktiengesellschaften nicht vollständig verwirklicht, da diese wie herkömmliche Aktiengesellschaften besteuert werden.¹⁸⁸

2.3.2 Charakteristika von Immobilien als Kapitalanlage

2.3.2.1 Charakteristika von Immobilien und Immobilienmärkten

Immobilien sind bekanntermaßen durch Besonderheiten, wie Standortgebundenheit und Unzerstörbarkeit, Heterogenität und Knaptheit, lange Produktions- und Nutzungszeiträume, hohe Transaktions- und Managementkosten, hohe Investitions- und Finanzierungsvolumina sowie monetäre und nicht-monetäre Nutzenstiftung charakterisiert.¹⁸⁹ Dies hat zur Folge, daß Immobilienmärkte durch Besonderheiten wie Intransparenz, Teilmarktbildung, Abhängigkeit von vor- und nachgelagerten Märkten sowie starke gesetzliche Reglementierung gekennzeichnet sind.¹⁹⁰ Wegen dieser Charakteristika sind Immobilien als Kapitalanlage durch eine Transaktions-, Bewertungs- und Managementproblematik geprägt.

2.3.2.2 Transaktionsproblematik

Die typischen Transaktionsformen bei der Immobilien-Kapitalanlage lassen sich in die Direktanlage durch Erwerb eines Grundstücks oder eines grundstücksgleichen Rechts und die indirekte Anlage durch Beteiligung an einer Grundstücksgesellschaft unterscheiden (Abbildung 11).

Direktanlage Erwerb auf Grundstücksebene		Indirekte Anlage Erwerb auf Gesellschaftsebene	
Alleineigentum	Gemeinschaftliches Eigentum	Personengesellschaften	Kapitalgesellschaften
<ul style="list-style-type: none"> • Grundstücke • Erbbaurechte <p>Wohnungs- und Teileigentum nach WEG</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Miteigentum • (Bruchteilseigentum) 	<ul style="list-style-type: none"> • GbR • oHG • KG 	<ul style="list-style-type: none"> • GmbH • AG

Abbildung 11: Typische Transaktionsformen bei Immobilien-Kapitalanlagen differenziert nach direktem und indirektem Eigentumserwerb

¹⁸⁸ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 269.

¹⁸⁹ Vgl. dazu Bone-Winkel, Management, S. 27ff.; Thomas, Performanceindex, S. 22ff.

¹⁹⁰ Vgl. dazu Thomas, Performanceindex, S. 28ff.

Bei der Direktanlage wird unmittelbares Eigentum an einem Grundstück¹⁹¹ erworben. Das formale Procedere beim Erwerb ist relativ umständlich und mit vergleichsweise hohen Transaktionskosten¹⁹² verbunden. Bei jedem An- und Verkauf ergeben sich zahlreiche Probleme rechtlicher, wirtschaftlicher und vor allem steuerlicher Art. Darüber hinaus ist bautechnisches Know How erforderlich. Aus diesen Gründen ist die Immobilien-Direktanlage i.d.R. zeit- und kostenintensiv. Allerdings führt sie durch den Grundbucheintrag¹⁹³ zum Erwerb einer eigenständigen Rechtsposition, wobei zwischen Alleineigentum und gemeinschaftlichem Eigentum zu unterscheiden ist.¹⁹⁴

Die Alternative dazu stellt eine Beteiligung an einer Grundstücksgesellschaft dar, die ggf. auch mehrere Grundstücke im Eigentum haben kann und die i.d.R. eine Außengesellschaft ist.¹⁹⁵ In diesen Fällen hängt die Intensität der Transaktionsproblematik vom Gesellschaftstyp und -vermögen sowie der Gesellschafterart und -struktur ab. Die möglichen Rechtsformen der Personengesellschaften umfassen die BGB-Gesellschaft bzw. GbR (§ 705ff. BGB) sowie die HGB-Gesellschaften in Form der oHG (§ 105ff. HGB), der KG (§ 161ff. HGB) und der GmbH & Co KG. In diesen Fällen besteht Gesamthandseigentum, da das Grundstück zwar allen gehört, die Anteile der einzelnen Gesellschafter aber zugunsten der Gesamtheit gebunden sind.¹⁹⁶ Diese Gesellschaftsformen sind weit verbreitet, da sie i.d.R. die Rechtsgrundlage von Geschlossenen Immobilienfonds oder Projektfinanzierungen darstellen. Dagegen sind die Kapitalgesellschaften vor allem aus steuerlichen Gründen weniger bedeutend. Sowohl die GmbH als auch die AG ist dadurch geprägt, daß sie im vollen Umfang eine eigene

¹⁹¹ Der Gesetzgeber verwendet anstelle der Bezeichnung Immobilie den Begriff Grundstück (Vgl. dazu ausführlich Bone-Winkel, Management, S. 21; Schäfers, Management, S. 13; Thomas, Performanceindex, S. 18f.).

¹⁹² Neben der Grunderwerbsteuer i.H.v. 3% fallen Notarkosten sowie ggf. Maklercourtagen (i.d.R. zwischen 3% und 6% zzgl. MwSt.) an.

¹⁹³ Das Grundbuch dokumentiert sämtliche Rechte an Grundstücken. Vgl. dazu Maaß, Grundbuch, S. 101, Rz 1 und Falk, Immobilienwirtschaft, S. 288.

¹⁹⁴ Vgl. Krüger, Konstruktionen, S. 416ff.; Murfeld, Grundstückswirtschaft, S. 81.

¹⁹⁵ Vgl. Maschmeier, Personen- und Kapitalgesellschaften, S. 367, Rz. 2. Je nachdem ob die Beteiligung nach außen in Erscheinung tritt oder nicht, wird zunächst in Außen- und Innen- gesellschaften unterschieden. Innengesellschaften (stille Beteiligungen oder Unterbeteiligungen) oder Mischformen zwischen Innen- und Außengesellschaften sind selten.

¹⁹⁶ Vgl. Murfeld, Grundstückswirtschaft, S. 82.

Rechtspersönlichkeit besitzen. Der Zugriff von Gläubigern erstreckt sich somit nur auf die Gesellschaft und deren Vermögen, d.h. die Gesellschafter haften nicht für deren Schulden.¹⁹⁷

2.3.2.3 Bewertungsproblematik

Aus den typischen Eigenschaften von Immobilien und der Transaktionsproblematik resultiert die Bewertungsproblematik, d.h. ein laufender Wert ist nicht bekannt. Aus diesem Grund werden bei der Wertermittlung von Direktanlagen i.d.R. Verkehrswertgutachten erstellt, die in Deutschland auf der Wertermittlungsverordnung (WertV) und den Wertermittlungsrichtlinien (WertR) basieren. Diese Gutachten werden i.d.R. anhand des Vergleichs-, Ertrags- oder des Sachwertverfahrens erstellt. Diese Verfahren finden mangels Alternativen i.d.R. auch bei der Ermittlung des Anteilswertes von Grundstücksgesellschaften Anwendung. Allerdings sind dabei ggf. Wertkorrekturen vorzunehmen.

Eine alternative Vorgehensweise zur Bewertung besteht in der Börsennotierung von Grundstücksgesellschaften in der Rechtsform der AG. Deren Börsenkapitalisierung entspricht jedoch i.d.R. nicht dem Nettoinventarwert bzw. Net Asset Value (NAV) der Gesellschaft, der sich aus der Summe der Verkehrswerte abzüglich der Summe der Verbindlichkeiten ergibt. So kann bspw. eine Gesellschaft, die Immobilien im Wert von DM 500 Mio. hält und die mit DM 250 Mio. Fremdkapital finanziert ist, anstelle des NAV von DM 250 Mio. nur eine Börsenkapitalisierung von DM 200 Mio., aber auch eine von DM 300 Mio. aufweisen.

Diese elementaren Unterschiede zwischen dem Private Pricing auf Basis von Verkehrswertgutachten und dem Public Pricing durch ein Börsennotierung lassen sich primär auf die nachfolgenden Einflußfaktoren zurückführen:¹⁹⁸

- Die Gutachtenbewertung berücksichtigt i.d.R. nicht die Kosten, die auf Ebene der Grundstücksgesellschaft für Verwaltungstätigkeiten etc. anfallen, während diese in die Börsenbewertung einfließt.

¹⁹⁷ Vgl. Maschmeier, Personen- und Kapitalgesellschaften, S. 377, Rz 37.

¹⁹⁸ Siehe hierzu ähnlich Marchitelli / MacCrate, REITs, S. 7ff.

- Die Gutachtenbewertung ignoriert besonders die steuerlichen Aspekte der Grundstücksgesellschaft, obwohl diese wichtig für die Börsenbewertung sind. Bei fehlender steuerlicher Transparenz ergeben sich i.d.R. Discounts, da die Überführung von Direktanlagen in steuerlich benachteiligte Anlageformen vom Kapitalmarkt entsprechend quittiert wird.
- Die Gutachtenbewertung beachtet nicht Größe und Streuung sowie die daraus resultierende Fungibilität einer Grundstücksgesellschaft. Bei der Börsenbewertung stellt sie jedoch einen entscheidenden Faktor dar. Unterhalb der „kritischen Masse“ ergeben sich Discounts, da es keinen Sinn macht, „illiquide Immobilien in illiquide Aktien“ umzuwandeln. Dagegen sind bei entsprechender Größe Liquiditätsprämien darstellbar.
- Die Gutachtenbewertung reflektiert durch den Bezug auf Vergleichstransaktionen die Vergangenheit, während die Börsenbewertung die Zukunftseinschätzung durch das Anlegerpublikum zeitnah abbildet. Allein die Erstellung eines Gutachtens kann dagegen Wochen oder Monate dauern.
- Die Gutachtenbewertung bezieht die Rechnungslegungstransparenz und die Informationspolitik der jeweiligen Gesellschaft nicht mit ein, während die Börsenbewertung durch die Publizitätsstandards beeinflusst wird.
- Die Gutachtenbewertung beurteilt weder die Qualität des Immobilienmanagements noch die Qualität des Portfoliomanagements der Gesellschaft, d.h. die Managementproblematik und die Wertschöpfungspotentiale werden nicht berücksichtigt. Dagegen ist die Börsenbewertung einer Immobiliengesellschaft immer auch eine Unternehmensbewertung.

2.3.2.4 Managementproblematik

Obwohl Immobilien oft nur als „Sachwerte“ assoziiert werden, handelt es sich um „Ertragswerte“, die optimal genutzt und deshalb aktiv bewirtschaftet werden müssen.¹⁹⁹ Kurzum: „Die Immobilie ist ein Betrieb.“²⁰⁰

¹⁹⁹ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 23; Falk, Immobilienwirtschaft, S. 331.

²⁰⁰ O.V., Betrieb, S. 293.

Daher sind für das Management die Nutzungscharakteristika von zentraler Bedeutung. Dabei ist nach dem Entwicklungszustand zunächst in Anlehnung an die WertV zwischen unbebauten und bebauten Grundstücken zu unterscheiden.²⁰¹ Dazwischen stehen die Grundstücke im Zustand der Bebauung.²⁰² Ferner sind hinsichtlich der Nutzungssituation genutzte und leerstehende Objekte voneinander abzugrenzen. Bei genutzten Immobilien ist die Unterscheidung in Eigennutzung (Nutzer ist Eigentümer) und Fremdnutzung (Nutzer ist Mieter oder Pächter) relevant.²⁰³ Dagegen ist Leerstand i.d.R. die Folge ungünstiger Marktgegebenheiten, überzogener Preisforderungen oder unzeitgemäßer Aufteilung bzw. Ausstattung. Letzteres trifft v.a. auf Objekte zu, die am Ende ihres Lebenszyklus stehen.²⁰⁴ Im Hinblick auf die Nutzungsarten werden i.d.R. Wohn-, Gewerbe-, Sonder- und gemischtgenutzte Immobilien unterschieden.²⁰⁵ Der Nutzwert bemäßt sich über die drei räumlichen Dimensionen Länge, Höhe und Breite sowie dem Nutzungszeitraum als vierte Dimension.²⁰⁶ Daraus resultieren die Space-Time-Characteristics von Immobilien, d.h. Nutzer nehmen Raumeinheiten über einen bestimmten Zeitraum in Anspruch und zahlen dafür Geldeinheiten.

Die Reduktion des wirtschaftlichen Immobilienbegriffs auf die Aussage „Real estate is space and money over time“ i.S. einer Einkommenserzielung durch Vermietung²⁰⁷ ist allerdings aus folgenden Gründen zu kritisieren: Erstens findet dieser Transformationsprozeß nur bei fremdgenutzten Immobilien statt, d.h. die Opportunitätskosten eigengenutzter Immobilien werden ignoriert. Zweitens kann auch leerstehenden und ungenutzten Immobilien ein monetäres Äquiva-

²⁰¹ Durch § 4 WertV werden die unbebauten Grundstücke in Abhängigkeit von ihrem Entwicklungsstatus in land- und forstwirtschaftliche Flächen, Bauerwartungsland, Rohbauland und Baureifes Land klassifiziert. Siehe für eine Konkretisierung der einzelnen Entwicklungszustände Art. 1.5.2 WertR.

²⁰² Während unter Projekten solche Immobilien verstanden werden, die sich im Planungs- oder Realisierungsstadium befinden, werden fertiggestellte Immobilien als Objekte bezeichnet (Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 25; Schäfers, Management, S. 23).

²⁰³ Dabei sind je nach Objekttyp und dem Grad der Drittverwendungsfähigkeit auch Übergänge zwischen Eigen- und Fremdnutzung möglich.

²⁰⁴ Vgl. Schäfers, Management, S. 26ff.; Isenhofer / Väth, Lebenszyklus, S. 141ff.

²⁰⁵ Vgl. Murfeld, Grundstückswirtschaft, S. 57.

²⁰⁶ Vgl. dazu Graaskamp, Fundamentals, S. 229f.

²⁰⁷ Vgl. bspw. Bone-Winkel, Management, S. 23f.

lent gegenüberstehen, sofern sie über vermarktungsfähige Space-Time-Units verfügen oder ein Potential zu deren Erstellung aufweisen. Drittens ist diese Betrachtung ausschließlich auf den Aspekt der Einkommenserzielung ausgerichtet und vernachlässigt Wertsteigerungs- und Wertschöpfungspotentiale.

Während die Wertsteigerung auf einer Erhöhung des Marktwertes ohne aktive Einflußnahme basiert, handelt es sich bei der Wertschöpfung um die Wertänderung, die durch Managementaktivitäten - wie bspw. Projektentwicklungen²⁰⁸ - entsteht.²⁰⁹ Diese Wertschöpfungsaktivitäten können sich aus der operativen Verwaltung der jeweiligen Liegenschaft (Immobilienmanagement) ergeben oder aus der strategischen Steuerung eines Immobilienbestands (Immobilienportfoliomanagement)²¹⁰ resultieren. Während das Immobilienmanagement darauf ausgerichtet ist, Einkommenserzielung, Wertsteigerung und Wertschöpfung auf Einzelobjekt ebene zu optimieren, strebt das Immobilienportfoliomanagement dieselben Zielvorstellungen auf Bestandsebene an.²¹¹

2.3.3 Charakteristika des Grundstücks-Investment als Sonderform der Immobilien-Kapitalanlage

Obwohl bei der Immobilien-Kapitalanlage die Unterscheidung in die prozeß- und die objektbezogene Sichtweise entsprechend gilt,²¹² sind die Anleger mit den Charakteristika von Immobilien konfrontiert. Besonders wichtig sind die Markteintrittsbarrieren, die sich aus den hohen Mindestanlagevolumina, den langfristigen Anlagehorizonten und den intransparenten Immobilienmärkten ergeben.²¹³ Außerdem ist die Transaktions-, Bewertungs- und Managementproblematik zu überwinden, die v.a. bei einer entsprechenden Diversifikation entsprechend aufwendig ist. Das eigenständige Anforderungsprofil von Immo-

²⁰⁸ Siehe dazu Isenhofer / Vath, Projektentwicklung, S. 185ff.

²⁰⁹ Vgl. Wiedemer, Investment, S. 2.

²¹⁰ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 25.

²¹¹ Siehe dazu Bone-Winkel, Immobilienportfoliomanagement, S. 215ff.

²¹² Vgl. Suter, Anlageentscheide, S. 14.

²¹³ Siehe hierzu Kap. 2.3.2, S. 51ff.

bilien-Kapitalanlagen führt dazu, daß der Markt für Immobilien-Kapitalanlagen primär durch eine Chancenungleichheit der Anleger geprägt ist.²¹⁴

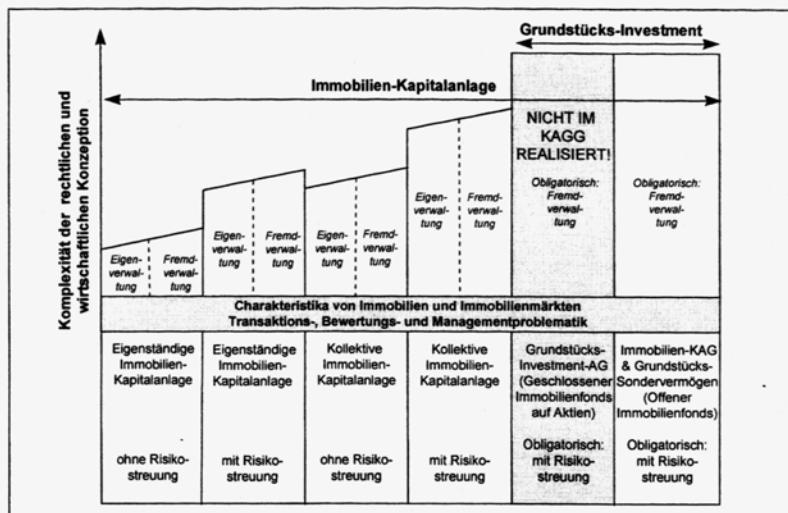


Abbildung 12: Charakteristika des Grundstücks-Investment als Sonderform der Immobilien-Kapitalanlage

Bei der herkömmlichen Immobilien-Kapitalanlage lassen sich - wie bei der Differenzierung der Wertpapier-Kapitalanlage - acht Grundvarianten unterscheiden (Abbildung 12). Obwohl sich der Verlauf des Komplexitätsgrades bei den einzelnen Varianten entsprechend darstellt, ist darauf hinzuweisen, daß eine eindeutige Abgrenzung zwischen Eigen- und Fremdverwaltung beim Immobilienmanagement i.d.R. nicht möglich ist, da sich einzelne Teilbereiche sehr flexibel nach außen vergeben lassen.

Das Grundstücks-Investment entspricht in seinen Grundprinzipien dem Wertpapier-Investment. Allerdings ergibt sich ein eigenständiger Produkt-, Dienstleistungs- und Wertpapiercharakter. Der Produktcharakter ist dadurch geprägt, daß das Fondsvermögen überwiegend aus Immobilien besteht. Der Dienstlei-

²¹⁴ Während sich bspw. ein Anleger mit einem Vermögen von DM 100.000 ein breit diversifiziertes Wertpapierportefeuille aufbauen kann, dürfte dieser Betrag in den meisten Städten nicht einmal für den Erwerb eines Ein-Zimmer-Apartments ausreichen.

stungscharakter ist besonders markant, da eine Investmentgesellschaft das ganze Spektrum immobilienbezogener Dienstleistungen abdeckt und das Immobilienportfolio regelmäßig im Hinblick auf Risiko- und Renditegesichtspunkte optimiert. Allerdings ergeben sich Unterschiede im Wertpapiercharakter. Bei den Offenen Immobilienfonds ist er dadurch gekennzeichnet, daß sich das Fondsvermögen der Angebots- und Nachfrageentwicklung anpaßt, wodurch keine eigenen „Marktpreise“ entstehen können. Dagegen sind bei der zu entwickelnden Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften durch die Börsennotierung konstruktionsbedingt Marktpreisschwankungen zu erwarten, da sich das Fondsvermögen nicht oder nur begrenzt volumenmäßig anpassen kann. Angebot und Nachfrage wirken sich daher im Preis, nicht im Volumen aus, d.h. das Volumenrisiko wird durch das Preisrisiko ersetzt. Für Offene Immobilienfonds wird steuerliche Transparenz durch die Steuerbefreiung des Grundstücks-Sondervermögens gewährleistet. Eine vergleichbare steuerliche Regelung stellt für die zu entwickelnde Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften eine *Conditio sine qua non* dar.

Somit ergeben sich spezielle Transformationseffekte.²¹⁵ Die Anleger sind nicht mit der Transaktions-, Bewertungs- und Managementproblematik konfrontiert. Zudem wird durch die Losgrößentransformation die Beteiligung an hochwertigen Immobilienportfolios möglich. Durch die Informationskostendegression muß sich der Investor nicht mit intransparenten Immobilienmärkten auseinandersetzen. Besonders hervorzuheben ist die Fristentransformation, da Immobilien in eine jederzeit liquidierbare Kapitalanlagen umgewandelt werden. Das Grundstücks-Investment ist daher besonders dazu geeignet, die bestehende Chancengleichheit der Anleger in den Immobilienanlagemarkten zu überwinden:

„(...) Immobilienzertifikate (...) stellen die einzige Möglichkeit dar, mit kleinen Anlagebeträgen gleichsam eine 'täglich liquidierbare Immobilie' zu erwerben und über diesen Weg an den - steuerlich begünstigten - Wertsteigerungen auf diesem Markt zu partizipieren.“²¹⁶

²¹⁵ Siehe dazu allgemein Gerke, Investmentsparen, S. 1031f.; Baur, Inländische Investmentanteile, S.705, Rz. 1.

²¹⁶ Deutsche Bundesbank, Investmentzertifikaten, S. 58.

2.4 Charakterisierung der REITs im Vergleich zu den einzelnen Alternativen der kollektiven Immobilien-Kapitalanlage

2.4.1 Charakterisierung der REITs als Immobilienanlageprodukt

2.4.1.1 Charakteristika erfolgreicher Immobilienanlageprodukte

Auch der Markt für Immobilienanlageprodukte ist - wie der eingangs charakterisierte Markt für Investmentfonds²¹⁷ - durch „sophisticated international standards“ einerseits und die „traditionellen deutschen Anlageformen“ andererseits geprägt. Daher werden anschließend die Ergebnisse der Untersuchung diverser ausländischer Anlageformen durch Schulte et al. zugrunde gelegt, nach der sich international erfolgreiche Immobilienanlageprodukte durch folgende Charakteristika auszeichnen.²¹⁸

- Rechtsform und Regulierung: Rechtliche Grundvoraussetzung sind geeignete rechtliche Rahmenbedingungen betreffend Gesellschaftsstrukturen, Management- und Publizitätspflichten, Kapitalerhöhungen etc.
- Steuerliche Transparenz: Steuerliche Vorbedingung ist eine fiskalische Behandlung der Investoren des jeweiligen Immobilienanlageproduktes, die mit der von Immobilien-Direktanlegern weitgehend identisch ist, um eine steuerliche Benachteiligung bzw. Diskriminierung auszuschließen.
- Fungibilität und Liquidität: Die Standardisierung und Verbriefung ermöglicht durch Börsennotierung und große Marktvolumina eine größtmögliche Marktgängigkeit bei geringen Transaktionskosten.
- Rechnungslegungs- und Markttransparenz: Eine transparente Rechnungslegung i.V.m. einem ganzheitlichen Investor-Relations Management ist eine Grundvoraussetzung zur Erreichung von Marktakzeptanz.
- Spezialisierungsgrad: Entwickelte Immobilienanlagemarkte verfügen neben diversifizierten Anlageformen auch über Produkte mit fokussierter Anlagepolitik, die eine Diversifikation auf Anlegerseite ermöglicht.

²¹⁷ Siehe dazu Kapitel 2.1.3, S. 16ff.

²¹⁸ Vgl. Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 77f.

- Diversifikation und Größe: Eine breite Risikostreuung i.V.m. großen Immobilienbeständen eröffnet Wertschöpfungspotentiale durch ein aktives Immobilienmanagement und verbessert die Fungibilität.

Neben diesen sechs Kriterien erscheinen allerdings noch drei weitere Eigenschaften relevant und sollten daher zusätzlich in Betracht gezogen werden:

- Finanzierungsflexibilität: Die Verfügbarkeit verschiedener Finanzierungsformen innerhalb eines Anlagemediums ermöglicht die Ansprache verschiedener Anlegergruppen und steigert so die Marktakzeptanz.
- Interessenidentität: Durch direkte Beteiligung des Managements oder dessen erfolgsabhängiger Vergütung lassen sich potentielle Interessenkonflikte (Principal-Agent Problematik) weitgehend überwinden bzw. von vornherein ausschalten, wodurch die Marktakzeptanz erheblich verbessert wird.
- Anlegerschutz: Insbesondere bei Anlageformen, die durch geringe oder keine Interessenidentität gekennzeichnet sind, kann durch gesetzlichen Anlegerschutz die Marktakzeptanz erhöht werden.

2.4.1.2 Charakteristika der REITs

Die Eigenschaften der REITs als Immobilienanlageprodukt lassen sich anhand des neunteiligen Kriterienkataloges folgendermaßen zusammenfassen:²¹⁹

- Rechtsform und Regulierung: Der REIT-Status ist keine eigene Rechtsform, sondern ein steuerbefreiter Sonderstatus (Tax Exempt Status), der einkommensteuerrechtlich im Internal Revenue Code (IRC) geregelt ist. Er beruht i.d.R. auf den Rechtsformen Business Trust, Corporation oder Association sowie der Kombination von Closed Prinzip und Closed-End Prinzip. Nachfolgend wird lediglich auf Equity REITs Bezug genommen, da nur diese als Immobilienanlageprodukte anzusehen sind. Equity REITs sind - einfach ausgedrückt - börsennotierte Immobilienunternehmen, die in ihrem Gesellschaftsvermögen primär hochwertige Renditeobjekte halten und diese pro-

²¹⁹ Vgl. für deutschsprachige Charakterisierungen Schnurr, REITs, S. 680ff.; Baur, Investmentsgesetze, S. 158, Rz. 276ff.; Funk, REITs, S. 32ff. sowie ausführlich Wetzeskind / Sommer, REITs, S. 737ff.

fessionell bewirtschaften. Dazu bedienen sie sich der Direktanlage und zunehmend indirekter Formen.²²⁰

- Steuerliche Transparenz: REITs unterliegen nicht der Corporate Income Tax, sofern sie eine Reihe bestimmter Anforderungen erfüllen. Insgesamt wird die steuerliche Transparenz somit weitgehend gewährleistet. REITs sind generell als renditeorientierte Anlagemedien einzustufen, da negative Einkünfte nicht an die Anteilseigner weitergeleitet werden können.
- Fungibilität und Liquidität: Da REITs i.d.R. börsennotiert sind, ist eine börsentägliche Handelbarkeit meistens gewährleistet. Der Liquiditätsgrad steigt mit der Marktkapitalisierung und der Streuung im Anlegerpublikum, das sich i.d.R. sowohl aus privaten als auch aus institutionellen Anlegern zusammensetzt. Zudem wirkt sich der Liquiditätsgrad deutlich auf die Bewertung aus.²²¹ Die Notierungen bewegen sich i.d.R. zwischen \$2 und \$40 pro Anteil.²²²
- Rechnungslegungs- und Markttransparenz: Hohe Publizitätsstandards werden dadurch gewährleistet, daß der Ausschüttungzwang die Außenfinanzierung zwingend voraussetzt. Daher wird in den meisten Fällen eine konsequente Shareholder Value-Orientierung verfolgt, die durch entsprechende Investor Relations-Maßnahmen begleitet und kommuniziert wird.²²³
- Spezialisierungsgrad: Überwiegend wird Fokussierung angestrebt, d.h. die Anlagepolitik ist auf einzelne Nutzungsarten wie bspw. Apartmenthäuser, Büroimmobilien, Shopping Center etc.²²⁴ oder auch bestimmte Standorte ausgerichtet. Ausschlaggebend dafür sind die daraus resultierenden Möglichkeiten zur Realisierung von Wertschöpfungspotentialen durch das Management,²²⁵ die sich i.d.R. in der Börsenbewertung niederschlagen.²²⁶

²²⁰ Vgl. Berquist / Davis / van Horn, Hot, S. 30.

²²¹ Vgl. Kirby, NAV, S. 5., siehe dazu auch Kapitel 2.3.2.3, S. 53.

²²² Vgl. NAREIT, FAQs, S. 3.

²²³ Vgl. Parsons, Investor Relations, S. 33.

²²⁴ Eine Besonderheit sind bspw. die Gefängnis-REITs, die ausschließlich in private Strafvollzugsanstalten investieren; so hat bspw. der CCA Prison Realty Trust 70 Gefängnisse im Bestand, deren Wert auf \$ 3 Mrd. geschätzt wird (Vgl. Ochs, Gefängnis, S. 41).

²²⁵ Siehe dazu die Ausführungen zur Managementproblematik in Kapitel 2.3.2.4, S. 54.

²²⁶ Vgl. Black, Renaissance, S. 5.

- Diversifikation und Größe: Die „kritische Masse“ wird dadurch gewährleistet, daß REIT-Emissionen aus Kostengründen erst ab bestimmten Volumina erfolgen, wobei seit kurzem zunehmend M&As zwischen REITs stattfinden.²²⁷ Die Kombination von Anlagefokussierung und Risikostreuung durch ein entsprechend großes Portfolio erlaubt es Anlegern, zielgerichtet und diversifiziert in bestimmte Immobilienmärkte zu investieren.
- Finanzierungsflexibilität: Den REITs steht ein breites Spektrum an Finanzierungsformen offen. Die Palette umfaßt auf der Equity-Seite Common und Preferred Stocks und auf der Debt-Seite konventionelle Mortgages, Mortgage Backed Securities sowie die verschiedensten Möglichkeiten der Projektfinanzierung, wobei der Fremdfinanzierungsgrad i.d.R. unter 50% liegt.²²⁸
- Interessenidentität: Bei vielen REITs ist das Management direkt beteiligt, ansonsten wird meistens durch erfolgsabhängige Vergütungssysteme angestrebt, eventuelle Interessenkonflikte auf ein Minimum zu reduzieren.²²⁹ Zudem wirken sich potentielle Interessenkonflikte negativ auf die Börsenbewertung aus.²³⁰
- Anlegerschutz: REITs unterliegen einer Anlegerschutzkonzeption, da sie eine Reihe von Anlagevorschriften zu erfüllen haben. Zudem fallen sie in den Zuständigkeitsbereich der Börsenaufsicht. Schließlich ergibt sich durch den Ausschüttungzwang eine nachhaltige Disziplinierung durch den Kapitalmarkt,²³¹ d.h. ein REIT kann nur bei entsprechender Anlegerorientierung „wachsen und gedeihen“.

Somit wird deutlich, daß REITs dem oben skizzierten Anforderungsprofil weitgehend entsprechen. Allerdings haben sich die REITs nicht immer durch diese Charakteristika ausgezeichnet, sondern sich erst langfristig dahingehend entwickelt. Dieser Evolutionsprozeß von den „Traditional REITs“ zu den „Modern

²²⁷ Vgl. Scherrer, Consolidation, S. 23f.

²²⁸ Vgl. Berquist / Davis / van Horn, Hot, S. 32.

²²⁹ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 38.

²³⁰ Vgl. McMahan, Private Placement, S. 2.

²³¹ Vgl. McMahan, Private Placement, S. 3.

REITs²³² bzw. den „REITs of the 1990s“²³³ wird noch genauer erörtert, da er wertvolle Rückschlüsse hinsichtlich der Regulierung ermöglicht.

2.4.2 Charakterisierung der Geschlossenen Immobilienfonds und der Immobilien-Aktiengesellschaften im Vergleich zu den REITs

2.4.2.1 Charakteristika der Geschlossenen Immobilienfonds

Die Geschlossenen Immobilienfonds²³⁴ auf Basis der KG sind mit den amerikanischen Limited Partnerships²³⁵ vergleichbar²³⁶ und weisen dementsprechend große Unterschiede im Vergleich zu den REITs auf.²³⁷

- Rechtsform und Regulierung: Geschlossene Immobilienfonds sind Grundstücksgesellschaften, deren Geschäftszweck ausschließlich auf den Erwerb oder die Errichtung einer oder mehrerer Immobilien ausgerichtet ist.²³⁸ Sie basieren auf Personengesellschaften, wobei steuerorientierte Fonds eher als GbR und renditeorientierte Fonds eher als KG konzipiert werden.²³⁹ Die Geschlossenen Fonds kombinieren Closed Prinzip und Closed-End Prinzip; zudem unterliegen sie keiner investmentrechtlichen Sonderregelung.
- Steuerliche Transparenz: Bei Personengesellschaften erfolgt keine Besteuerung auf Gesellschaftsebene, d.h. Körperschaft- und Gewerbesteuer wird nicht erhoben. Allerdings muß eine ausschließlich vermögensverwaltende Tätigkeit vorliegen, damit die Gesellschafter Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielen und die Qualifikation als Gewerbebetrieb vermieden

²³² Mc Mahan, Private Placement, S. 2.

²³³ Ross / Klein, REITs, S. 38.

²³⁴ Auf eine direkte Gegenüberstellung zwischen Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds wird nachfolgend nicht eingegangen. Siehe dazu: Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 123ff.; Jagdfeld / Schünemann, Immobilien-Investment-Banking, S. 274ff.; Haag, Immobilienfonds, S. 18ff.; Eichstädt, Immobilienfonds, S. 18ff.; Thiel, Immobilienfonds, S. 21ff. und Falk, Immobilienwirtschaft, S. 333ff.

²³⁵ Vgl. für eine Gegenüberstellung zwischen der L.P. und dem REIT NAREIT, FAQs, S. 5.

²³⁶ Vgl. Strohm, Ausland, S. 971, Rz. 102.

²³⁷ Vgl. zum folgenden Klumpe / Nastold, Immobilienfonds, S. 21ff.; Demuth, Geschlossene Immobilienfonds, S. 219ff.; Tiemann, Geschlossene Immobilienfonds, S. 595ff.

²³⁸ Vgl. Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 517; Falk, Immobilienwirtschaft, S. 382.

²³⁹ Vgl. Strohm, Inland, S. 928, Rz. 217.

wird. Somit ist das Angebot von Immobiliendienstleistungen oder der An- und Verkauf (Gewerblicher Grundstückshandel) steuerbedingt ausgeschlossen, d.h. die Managementaktivitäten sind auf ein Minimum beschränkt. Steuerorientierte Fonds bewirken anfangs vergleichsweise hohe negative Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung, die sich auf Gesellschafterebene im Rahmen des Verlustausgleichs mit positiven Einkünften verrechnen lassen (sog. „Steuersparmodelle“). Renditeorientierte Fonds erzeugen dagegen relativ geringe oder keine negativen Einkünfte. Im Ergebnis ist daher die steuerliche Transparenz i.d.R. gewährleistet.

- Fungibilität und Liquidität: Die Anteile sind nur sehr beschränkt handelbar, was i.d.R. zu erheblichen Wertabschlägen beim Verkauf führt. Bislang sind zwei Versuche zur Schaffung eines Sekundärmarktes gescheitert.²⁴⁰ Auch der Erfolg des neuen Anlaufs durch die Börse Hamburg erscheint mehr als fraglich,²⁴¹ da die Emissionshäuser den Zweitmarkt i.d.R. selbst regeln.²⁴² Zudem ist v.a. bei steuerorientierten Fonds wegen der Totalgewinnproblematik ein Verkauf ohne Steuerrisiko meist erst nach 15 oder 20 Jahren möglich.²⁴³ Oft ist jedoch die Anteilsgröße problematisch, da sie meistens über DM 50.000 liegt, d.h. eine breite Streuung der Anteile ist nicht gegeben.
- Rechnungslegungs- und Markttransparenz: Die Publizitätsstandards sind gering, da für die eminent wichtige Emissionsprospektierung bislang keine einheitlichen Standards existierten. Erst vor kurzem wurde durch die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (GIF) in Kooperation mit den größten Fondsinitiatoren eine Empfehlung zur Prospektierung Geschlosse-

²⁴⁰ Vgl. zur Zweitmarktproblematik insb. Troger, Zweitmarkt, S. 254ff.

²⁴¹ Vgl. o.V., Zweitmarkt, S. 33. Die Initiatoren des Zweitmarktes schätzen die Eigenkapitalvolumina bei Geschlossenen Immobilienfonds auf ca. DM 100 Mrd., bei Leasingfonds auf ca. DM 12 Mrd. und bei Schiffsfonds auf ca. DM 10,4 Mrd., d.h. das Gesamtmarktvolumen läge bei ca. DM 122,4 Mrd. Die jährlichen Verkaufswünsche werden auf rd. 2% bis 3% geschätzt (Vgl. o.V., Fondsverkauf, S. 37). Danach würde sich ein maximal erzielbarer Jahresumsatz von ca. DM 2 bis 3 Mrd. ergeben, der aus den o.g. Gründen nicht zu erzielen sein dürfte.

Zum Vergleich dazu sei darauf hingewiesen, daß die Kapitalisierung der Fonds ungefähr dem Marktwert von Allianz (DM 140,4 Mrd.), Telekom (DM 135,8 Mrd.) oder Daimler Benz (DM 103,6 Mrd.) als den drei größten deutschen AGs entspricht (Stand: Ende Juni 1998).

²⁴² Dadurch soll vermieden werden, daß das Anlegerpublikum durch die erheblichen Wertabschläge bei öffentlichen Notierungen vom Zeichnen neuer Emissionen „abgeschreckt“ wird.

²⁴³ Vgl. o.V., Fondsanteile, S. 351; Hamm, Verlockung, S. 190ff.

ner Immobilienfonds erarbeitet.²⁴⁴ Dadurch sollen die Renditeschätzungen im Rahmen von Prognoserechnungen - die bisher i.d.R. auf unterschiedlichen Kalkulationszeiträumen und Investitionsrechnungen basierten²⁴⁵ - vereinheitlicht werden, um deren Vergleichbarkeit zu ermöglichen. Allerdings sind speziell bei steuerorientierten Fonds die zugrundegelegten Miet- und Wertansätze oftmals überhöht, d.h. die Immobilien werden - ggf. auch unter Einbindung von Mietgarantien - übererteut plaziert.²⁴⁶

- Spezialisierungsgrad: Der klassische steuerorientierte Fonds investiert i.d.R. in eine Projektentwicklung, d.h. er trägt Developmentrisiken ohne Risiko-streuung. Diese Risiken meiden die typischen renditeorientierten Fonds, indem sie eine oder mehrere langfristig vermietete Bestandsimmobilien erwerben. Da die steuerorientierten Fonds durch das Auslaufen der Sonder-AfA stark an Bedeutung verloren haben, werden nunmehr überwiegend renditeorientierte Fonds aufgelegt. Wegen der ungünstigen inländischen Marktsituation sind zahlreiche dieser renditeorientierten Fonds auf Investitionen im europäischen Ausland oder in den USA ausgerichtet.²⁴⁷
- Diversifikation und Größe: Die Größenordnung reicht von Einzelobjekten mit einstelligen Millionenbeträgen bis zu Portfolios mit Volumina über der Milliardengrenze.²⁴⁸ Während einige dieser Portfolio-Fonds nach Nutzungen und / oder Regionen fokussiert sind, ist in vielen Fällen keine plausible Anlagestrategie zu erkennen, d.h. es handelt sich oft um „Immobilienpakete“. Die Portfoliostruktur bleibt i.d.R. unverändert.
- Finanzierungsflexibilität: Üblicherweise erfolgt die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung einmalig, d.h. die Finanzierungsstruktur ändert sich über die Fondslebensdauer - abgesehen von Anschlußfinanzierungen - nicht.

²⁴⁴ Vgl. GfF, Prospektierung, S. 2ff.

²⁴⁵ Vgl. Reichel, Immobilienfonds, S. 6.

²⁴⁶ Vgl. dazu bspw. die Fälle HAT von Hetzer / Jensen / Loipfinger (Poröses Fundament, S. 179) oder WGS von Reichel (Mietgarantien, S. 33). Siehe auch o.V. Ruinenfonds, S. 1f.

²⁴⁷ Vgl. Reichel, Euro-Skeptiker, S. 33; Loipfinger, US-Immobilien, S. 49; Licher / Stein / Westrup, Shake-up, S. 130.

²⁴⁸ Vgl. Bulwien, Immobilienanlagemarkt, S. 53.

- **Interessenidentität:** Die potentiellen Interessenkonflikte²⁴⁹ sind enorm, da der Initiator in den meisten Fällen nicht am Fonds beteiligt ist. Stattdessen ist er daran interessiert, neben einem möglichst hohen Emissionserlös hohe laufende Verwaltungsgebühren zu erzielen. Die Interessen der Anleger stehen diesen Absichten diametral entgegen. Dies gilt unabhängig davon, ob der Initiator ein unabhängiges Unternehmen ist oder eine Bank- oder Versicherungstochter. Letztere haben im Ernstfall allerdings ein höhere Bonität.
- **Anlegerschutz:** Mangels investmentrechtlicher Regelung resultiert eine „Vielzahl von Marktangeboten mit einem ausgeprägten Gefälle von Qualitätsunterschieden auf wirtschaftlichem, rechtlichem und steuerlichem Gebiet.“²⁵⁰ Damit ergibt sich ein breites Spektrum an Rendite- / Risikoprofilen.

Als Fazit lässt sich feststellen, daß Geschlossene Immobilienfonds primär für steuerorientierte Investoren geeignet sind, die nicht zuletzt wegen der Totalgewinnproblematik auf Fungibilität ihrer Beteiligung keinen Wert legen (können). Dagegen erscheinen sie für renditeorientierte Investoren wegen der konstruktionsbedingt eingeschränkten Handelbarkeit der Anteile denkbar ungeeignet. In bezug auf dieses Problem ist auf die von Helmer entwickelte Konzeption einer vermögensverwaltenden Immobilien-KG mit Genußschein-Emission hinzuweisen,²⁵¹ die zu dessen Lösung beitragen könnte. Deren konzeptionelles Leitbild orientiert sich an den wirtschaftlichen Charakteristika Offener Immobilienfonds:

„Der Genußscheininhaber soll wie der Anleger offener Immobilienfonds seinem Anteil gemäß an den Mieterträgen und dem Substanzzuwachs einer Ein-Immobilienfonds teilhaben.“

²⁴⁹ Bezeichnend dazu folgender FAZ-Bericht: „Initiatoren bieten ihre Dienstleistungen häufig über ein verschachteltes Unternehmensgefecht an. Da ist neben dem Bauentwickler die Vertriebsgesellschaft, die über einen Außendienst die Immobilienanteile verkauft, da gibt es eine Finanzierungsgesellschaft, die dem Käufer die der Anteile eine Kreditfinanzierung seines Kaufs vermittelt. Da gibt es den Treuhänder, der für Erwerber bis zur Abnahme des Gebäudes alle Tätigkeiten (...) abnimmt. Da gibt es den Immobilienverwalter, den Mietgaranten und ähnliche Unternehmen, die dem Anleger alle Tätigkeiten abnehmen. Dafür verlangen sie hohe Provisionen. (...) Die Gelder fließen in vielen Fällen der gleichen Person zu, die hinter all den Unternehmen steht. Ganz 'pfiffige Bauträger' erwerben dann noch das Grundstück billig, um es teurer dem selbst aufgelegten Immobilienfonds zu verkaufen. Sie kassieren so noch einmal von den Anlegern.“ Diese Art der Geldeinnahme ist sicherer als ein Banküberfall“ beklagen sich denn auch Kritiker der Branche.“ (Vgl. o.V., Geldeinnahme, S. 17).

²⁵⁰ Jagdfeld / Schünemann, Geschlossene Immobilienfonds, S. 388. Ähnlich auch v. Cukrowicz, Immobilie, S. 496.

²⁵¹ Vgl. Helmer, Immobilien-KG, S. 290ff.

bilien-KG beteiligt sein. Die Genußscheine werden in den Börsenhandel eingeführt und sind folglich börsentäglich zu einem an Angebot und Nachfrage orientierten Preis zu erwerben bzw. zu veräußern. Sie sind als Inhaberpapiere mit einer kleinen Stückelung - äquivalent zu den Anteilscheinen offener Immobilienfonds ab rund DM 100 je Genußschein - zu emittieren. (...) Damit erfolgt eine wertpapiermäßige Verbriefung von (Groß-)Gewerbeimmobilien nach dem Konzept der Securitization.“²⁵²

Ob diese Konzeption der Offener Immobilienfonds überlegen ist, erscheint jedoch fraglich, da sie lediglich darauf abstellt, die Fungibilität von Beteiligungen an renditeorientierten Ein-Immobilien-KG-Fonds durch Emission entsprechend klein gestückelter Genußscheine zu erhöhen. Die wirtschaftliche Plausibilität dieser Konzeption erscheint insofern zweifelhaft, als das Erreichen einer „kritischen Masse“ durch die Verbriefung von Einzelobjekten²⁵³ problematisch sein dürfte und nur vermögensverwaltende Tätigkeiten in Frage kommen. Ein aktives Immobilien- und Portfoliomanagement ist wegen des „Damoklesschwerts“ der Gewerblichkeit nicht möglich, d.h. selbst bei der Ausgestaltung als Portfolio-Fonds wären dem Management „die Hände gebunden“. In diesem Fall könnte zwar das „Massenproblem“ gelöst werden, allerdings würde sich das Managementproblem voraussichtlich negativ auf die Börsenbewertung auswirken.²⁵⁴ Anhand dieser Ausführungen wird deutlich, daß es sich bei der von Helmer entwickelten Konzeption nicht um ein Pendant zum REIT handelt, sondern um eine Sonderform des renditeorientierten Geschlossenen Immobilienfonds, die auf einer Verbriefung und Börsennotierung der Anteile basiert.

2.4.2.2 Charakteristika der Immobilien-Aktiengesellschaften

Die Immobilienaktiengesellschaften²⁵⁵ (Immo-AGs) können konzeptionell mit den herkömmlichen amerikanischen, börsennotierten Immobilienunternehmen

²⁵² Helmer, Immobilien-KG, S. 294f.

²⁵³ Als Größenordnung der Groß-Immobilien wird ein Mindestanlagevolumen von DM 50 Mio. genannt (Vgl. Helmer, Immobilien-KG, S. 295, Fn. 9).

²⁵⁴ Siehe hierzu die Ausführungen zur Bewertungsproblematik in Kapitel 2.3.2.3, S. 53f.

²⁵⁵ Eine einheitliche Definition für Immobilien-Aktiengesellschaften existiert zwar nicht, aber nachfolgend soll die Begriffsbestimmung von Schmidt (Immobilienaktien, S. 267) zugrunde gelegt werden, der darunter sämtliche AGs versteht, „bei denen die Entwicklung, Vermietung oder der Verkauf von Immobilien ein wesentlicher Bestandteil des Geschäfts ist.“

(Real Estate Operating Companies, REOCs) verglichen werden, da sie ebenfalls der regulären Besteuerung unterliegen.²⁵⁶ Die nachfolgende Charakterisierung bezieht sich ausschließlich auf börsennotierte Immo-AGs, da nur diese Immobilienanlageprodukte darstellen können:²⁵⁷

- Rechtsform und Regulierung: Die deutschen Immo-AGs gingen größtenteils aus Unternehmen hervor, deren Geschäftszweck sich auf die Verwaltung und Verwertung der betriebseigenen Immobilien sukzessive erweitert oder vollständig reduziert hat. Vier Typen lassen sich unterscheiden:²⁵⁸
 - „CREM-Immo-AGs“, die als Konzernchter Liegenschaftsverwaltung betreiben wie bspw. die Stolberger Zink AG (MG) oder die Maschinenfabrik Esslingen AG (Daimler).
 - „Misch-Immo-AGs“, bei denen Immobilienaktivitäten ein Geschäftsfeld darstellen, wie bspw. die IVG-Holding, ein Konglomerat mit Immobilien-, Logistik- und Serviceaktivitäten, und die WCM, eine Beteiligungsholding mit Immobilien-, Handels- und Versicherungsengagements.²⁵⁹
 - „Restbestand-Immo-AGs“, die im Mantel eines Unternehmens mit ursprünglich anderem Geschäftszweck (oft Brauerei, Einzelhandel, Textil oder Bergbau)²⁶⁰ nunmehr als Bestandsverwalter bzw. -verwerter und / oder -entwickler tätig sind. Dazu zählen bspw. Steucon und Concordia (entwicklungslastig) oder Hamborner und Harpener²⁶¹ (bestandslastig).²⁶²

²⁵⁶ Für eine komplette und aktuelle Übersicht sämtlicher Immobilien-Aktiengesellschaften siehe die Erhebung von Paulsen (Immobilien-Aktie, S. 21ff.).

²⁵⁷ So werden Unternehmen wie bspw. die VEBA-Immobilien AG, die zu 100% dem Konglomerat VEBA angehört und mit über 130.000 Wohnungen (Stand Mai / 1997) größter Wohnungseigentümer Deutschlands ist (Vgl. o.V., VEBA, S. 14), nicht berücksichtigt.

Ein Beispiel für eine attraktive Immobilien-AG, die erst in einigen Jahren an die Börse gebracht werden soll, ist Stefan Schörghubers Hacker-Pschorr-Beteiligungs-AG, die mit 330 Objekten, Mieterlösen von ca. DM 270 Mio. p.a. und einem geschätzten Verkehrswertvolumen von ca. DM 4,5 Mrd. (1997) die passende Größenordnung hätte (Vgl. o.V., Schörghuber, S. 25).

²⁵⁸ Vgl. Schlag, Innovative Formen, S. 64; Scharpenack / Nack / Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 665ff. (Ergänzung um die Wohn-Immo-AGs durch den Verfasser).

²⁵⁹ Siehe dazu die Unternehmensstudien in West-LB Research, Immobilien-Aktien, S. 29ff.

²⁶⁰ Vgl. Schlag, Innovative Formen, S. 63.

²⁶¹ Siehe dazu die Unternehmensstudien in West-LB Research, Immobilien-Aktien, S. 18ff.

²⁶² Vgl. Reimer, Wenige Perlen, S. 224.

- „Wohn-Immo-AGs“, die aus ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen hervorgingen und nunmehr als Bestandsverwalter bzw. -verwerter und / oder -entwickler tätig sind wie bspw. die GBH²⁶³ (Heidenheim) oder der Bauverein zu Hamburg (Hamburg, Berlin und München). Allerdings erwerben auch Misch-Immo-AGs wie bspw. IVG und WCM bei Privatisierungen zunehmend solche Wohnungsunternehmen.
- Steuerliche Transparenz: Immo-AGs unterliegen der Körperschaft- und der Gewerbesteuer. Die Veräußerungsgewinne der Immo-AG sind steuerpflichtig; dennoch kann deren Besteuerung durch Ausnutzung des § 6b EStG aufgeschoben werden.²⁶⁴ Zudem ist die Gewerbeertragsteuer zu entrichten; obwohl die Gewerbesteuerpflicht durch die Wahrnehmung der erweiterten Kürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG umgangen werden könnte, sind in diesem Fall gewerbliche Aktivitäten i.S. von Managementaktivitäten auf ein Minimum beschränkt.²⁶⁵ Insbesondere aus diesen beiden Problemen ergeben sich Einschränkungen hinsichtlich der steuerlichen Transparenz. Die Immo-AGs sind konstruktionsbedingt renditeorientierte Anlageformen, da sie keine Verluste an ihre Aktionäre weiterreichen können.
- Fungibilität und Liquidität: Wegen der i.d.R. niedrigen Kapitalisierung und des geringen Streubesitzes kann die Fungibilität der bestehenden Immo-AGs insgesamt nur als mäßig beurteilt werden.²⁶⁶ Wenigen Werten mit hoher Börsenkapitalisierung und breit gefächerter Anlegerstruktur, die eine relativ hohe Liquidität aufweisen, stehen in der Mehrzahl Unternehmen gegenüber, die aufgrund ihrer Größe und der Beteiligung von Großaktionären nur eingeschränkt marktgängig sind.²⁶⁷

²⁶³ Siehe dazu die Unternehmensstudie der West-LB Research (Immobilien-Aktien, S. 15ff.).

²⁶⁴ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18.

²⁶⁵ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18.

²⁶⁶ Nach Ansicht eines Asset Managers von Morgan Stanley kommen unter den deutschen Immo-AGs allenfalls 15 Werte für eine Anlage in Frage (Vgl. Reimer, Wenige Perlen, S. 224). Die Marktkapitalisierung des E&G-Dimax-Aktienindex, der 49 Immo-AGs enthält, betrug im Frühjahr 1998 DM 13,9 Mrd. (Vgl. Beck, Immobilienaktienindex, S. 13).

Zum Vergleich dazu sei darauf hingewiesen, daß diese Gesamtkapitalisierung ungefähr dem Marktwert von Lufthansa (DM 17,3 Mrd.), Thyssen (DM 15,4 Mrd.) oder Linde (DM 10,7 Mrd.) als drei typischen deutschen Industrie-AGs entspricht (Stand: Ende Juni 1998).

²⁶⁷ Vgl. Hetzer / Jensen / Loipfinger, Phantasie, S. 162.

- Markt- und Rechnungslegungstransparenz: Die Publizitätsstandards der bestehenden Immo-AGs sind als gering zu bezeichnen. Dagegen wäre es in deren Interesse, eine - weit über das gesetzliche Maß hinausgehende - Publizitätspolitik zu betreiben, um auf die Kursentwicklung positiv Einfluß nehmen zu können.²⁶⁸ Die Rechnungslegung beschränkt sich jedoch i.d.R. auf die nötigsten Angaben, d.h. eine Schätzung der Verkehrswerte durch Externe ist selbst bei Veröffentlichung der Mieterträge wegen deren Aggregationsniveau kaum möglich. Zudem ist eine Bewertung unbebauter Grundstücke (Altlasten, Nutzungsmöglichkeiten, etc.) oder die Beurteilung von Projektentwicklungen (Mietansätze, Vermietungsstand, etc.) für Außenstehende wegen der fehlenden Informationsbasis praktisch nicht durchführbar.
- Spezialisierungsgrad:
 - Der Immobilienbestand der CREM-, Misch- und Restbestand-Immo-AGs ist wegen der historischen Wurzeln im Industriebereich überwiegend zweit- oder drittklassig und vereinzelt wegen Altlasten unverwertbar. Allerdings schichten einige Immo-AGs - wie bspw. die IVG²⁶⁹ - neuerdings ihren Bestand um, indem sie im Inland Bestandsobjekte abstoßen und stattdessen im Ausland „Institutional Grade Properties“ erwerben.
 - Die Wohn-Immo-AGs sind i.d.R. hochspezialisiert, da sie üblicherweise nur in einer Stadt bzw. Region tätig und fast ausschließlich auf dem Wohnungsmarkt im mittleren und unteren Marktsegment aktiv sind. Obwohl sie bekanntermaßen nicht über hochwertige Immobilienbestände und erstklassige Mieterbonitäten verfügen, bieten sie i.d.R. erhebliche Rationalisierungspotentiale. Ggf. lassen sich auch Wertsteigerungen über Miet erhöhungen oder Abverkaufsaktionen erzielen.
- Diversifikation und Größe:
 - Die Portfolios der CREM-, Misch- und Restbestand-Immo-AGs sind i.d.R. nicht wirtschaftlich sinnvoll, da die historisch gewachsenen Bestände oft auf wenig attraktive Regionen und Nutzungskategorien konzentriert sind. Hinsichtlich der Größe ergeben sich gravierende Unterschiede.

²⁶⁸ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18.

²⁶⁹ Vgl. Hetzer / Jensen / Loipfinger, Phantasie, S. 160; IVG, Perspektiven, S. 4ff.

- Die Wohn-Immo-AGs erscheinen in bezug auf die Kriterien Diversifikation und Größe als zweckmäßig, da sie dem Anleger die Möglichkeit bieten, fokussiert in ein bestimmtes Marktsegment zu investieren.
- **Finanzierungsflexibilität:** Die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffungsmöglichkeiten der Immo-AGs sind generell sehr vielseitig. Bei entsprechender Größe sind die verschiedensten Finanzierungsformen darstellbar.
- **Interessenidentität:** Hinsichtlich der kapitalmäßigen Einbindung des Managements ergibt sich eine zwiespältige Situation: Bei zahlreichen Immo-AGs halten einzelne Aktionäre (bzw. deren Familien- und Freundeskreis) die Kapitalmehrheit und bestimmen die Unternehmensausrichtung, wie bspw. bei der WCM, die zu ca. 67% der Familie Ehlerding zuzurechnen ist.²⁷⁰ Solche Beteiligungen schützen aber die Anleger nicht vor bösen Überraschungen wie bspw. die Vorfälle bei A.A.A. (Rothenberger), Concordia Bau & Boden und Kolb & Schüle (Minniger), WKM (Kiessling) oder Günther & Sohn (Brenskes/Zimmermann) zeigen.²⁷¹ Dagegen ist bei einigen Immo-AGs das Management nicht beteiligt wie bspw. im Fall der IVG, die sich aber durch aktives Shareholder Management auszeichnet.²⁷²
- **Anlegerschutz:** Da Immo-AGs nur dem AktG, nicht jedoch speziellen investmentrechtlichen Beschränkungen unterliegen, haben sie große unternehmerische Spielräume. „Das Spektrum der Unternehmen reicht entsprechend weit, von der Hausverwaltung bis zu Bau- und Übernahmeartivitäten.“²⁷³ Folglich ergibt sich eine enorme Bandbreite an Rendite- / Risikoprofilen.

Als Fazit ist daher festzuhalten, daß sich die bestehenden Immo-AGs weitgehend von den REITs unterscheiden. Obwohl sie den REITs hinsichtlich der Beurteilungskriterien Finanzierungsflexibilität und Interessenidentität ähneln, weist das derzeitige Aktienangebot hinsichtlich der anderen Charakteristika große Defizite auf.

²⁷⁰ Vgl. o.V., Spekulationen, S. 15.

²⁷¹ Siehe dazu in dieser Reihenfolge: o.V., A.A.A., S.12; o.V., Concordia, S. 25; o.V., Kolb & Schüle, S. 17; o.V., Bauträgerkrise, S. 17; o.V., Günther und Sohn, S. 12.

²⁷² Vgl. v. Freyend, Wettbewerb, S. 18.

²⁷³ Friedemann, Immobilien-Aktienindex, S. 40.

Neben der beschränkten steuerlichen Transparenz, der dürftigen Fungibilität und der unzureichenden Transparenz erscheint vor allem die unzweckmäßige Spezialisierung, Diversifikation und Größe (mit Ausnahme der Wohn-Immobilien-AGs) aus Anlegersicht als unbefriedigend. Obwohl sich eine Immobilien-AG bezüglich der Anlagekonzeption ähnlich wie ein REIT ausgestalten ließe, wurde bisher keine derartige Immobilien-AG neu initiiert. Dies dürfte neben der Steuerproblematik und den dadurch zu erwartenden negativen Folgen für die Börsenbewertung²⁷⁴ durch die anderen regulatorischen Defizite im Vergleich zum REIT - wie bspw. dem fehlenden Ausschüttungszwang - bedingt sein.

Auch die Deutsche Beamtenversorgung Immobilienholding AG (DBVI AG)²⁷⁵ stellt keine Ausnahme dazu dar, da sie nicht nur als Eigenkapitalinvestor, sondern auch zu einem hohen Anteil als Leasingfinanzierer tätig ist. Bei diesen Leasingfinanzierungen haben die Leasingnehmer (WDR / Köln und Opel / Rüsselsheim) nach Ablauf der Leasingdauer Ankaufsrechte auf Buchwertbasis. Insofern stellt der Erwerb dieser Aktien keine reine Immobilien-Kapitalanlage, sondern lediglich eine immobilienbezogene Kapitalanlage dar. Managementaktivitäten sind ausgeschlossen und eine fokussierte Portfoliostrategie ist nicht zu erkennen.²⁷⁶ Da die DBVI AG nur indirekt über vorgesetzte Ein- oder Mehr-Immobilien-KG-Fonds investiert, an denen teilweise auch Privatanleger im Stil von Publikumsfonds beteiligt sind, ist eine transparente Rechnungslegung nicht gewährleistet. An diesem Kurzprofil wird deutlich, daß die DBVI AG kein Pendant zu den Equity REITs darstellt, sondern eine börsennotierte Immobilienholding bzw. ein Dachfonds für Geschlossene Immobilien- und Immobilien-Leasingfonds;²⁷⁷ daher ähnelt sie konzeptionell allenfalls den Hybrid REITs.²⁷⁸

²⁷⁴ Vgl. Scharpenack / Nack / Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 674.

²⁷⁵ Siehe dazu die Kurzanalyse bei Paulsen, Immobilien-Aktie, S. 77ff. und ausführlich DBVI, Geschäftsbericht 1996.

²⁷⁶ „Die Anlagegrundsätze der DBVI sehen vor, daß ausschließlich gemischt genutzte, vermietete Objekte in Zentrumslagen deutscher Großstädte erworben werden. Hinzu kommen Wohnanlagen und Immobilienobjekte, bei denen die öffentliche Hand als Mieter auftritt.“ (Vgl. DBVI, Geschäftsbericht 1996, S. 6).

²⁷⁷ Zu den Besonderheiten von Immobilien-Leasingfonds im Vergleich zu den traditionellen Geschlossenen Fonds siehe Müller, Immobilien-Leasing-Fonds, S. 430ff.

²⁷⁸ Es sei darauf hingewiesen, daß die Verkehrswertermittlung dieser Leasingfinanzierungen wegen der Ankaufsoptionen der Leasingnehmer problematisch ist.

2.4.2.3 Vergleich der Geschlossenen Immobilienfonds und der Immobilien-Aktiengesellschaften mit den REITs

Wie die obigen Ausführungen verdeutlichen, sind sowohl die Geschlossenen Immobilienfonds als auch die Immo-AGs nur eingeschränkt für die Übertragung der REIT-Konzeption auf den deutschen Markt geeignet (Abbildung 13).

Die Geschlossenen Immobilienfonds sind zwar steuerlich transparent, erscheinen aber wegen der Gewerbesteuerproblematik, der konzeptionellen Besonderheiten und der eingeschränkten Börsennotierungsfähigkeit für eine Übertragung der REIT-Konzeption als ungeeignet. Allerdings weist das durch Geschlossene Fonds gebundene Eigenkapitalvolumen von ca. DM 100 Mrd.²⁷⁹ darauf hin, daß es ein enormes Potential an Immobilien gibt, die früher oder später liquidiert oder in liquide Anlageformen überführt werden müßten.

Hinter dem geschätzten Eigenkapitalvolumen von DM 100 Mrd. für die Geschlossenen Immobilienfonds stehen rd. 4.000 Immobilien in über 3.000 Fonds, die sich ungefähr folgendermaßen auf die drei Initiatorengruppen verteilen:²⁸⁰

- Bank- und versicherungsgebundene Fonds: über 500 Fonds und ca. DM 35 Mrd. Volumen, d.h. ein Durchschnitts-Fondsvolumen von ca. DM 70 Mio.
- Größere Initiatoren (ca. 60 bis 80): rd. 1.400 Fonds und ca. DM 40 Mrd. Volumen, d.h. ein Durchschnitts-Fondsvolumen von ca. DM 28,6 Mio.
- Kleinere Initiatoren: rd. 1.200 Fonds und ca. DM 30 Mrd. Volumen, d.h. ein Durchschnitts-Fondsvolumen von ca. DM 25 Mio.

An diesen Zahlen wird einerseits deutlich, daß eine Börsennotierung für die meisten dieser Fonds wegen mangelnder Kapitalisierung nicht in Frage kommen dürfte. Andererseits läßt sich ableiten, daß dieses Fondsvolumen ein enormes Akquisitionspotential für ein REIT-Pendant mit einer entsprechend flexiblen Konzeption darstellen würde.

²⁷⁹ Siehe dazu Fn. 241, S. 64, sowie Bulwien, Immobilienanlagemarkt, S. 48.

²⁸⁰ Vgl. Bulwien, Immobilienanlagemarkt, S. 52.

	REITs (IRC)	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilien- AGs
Rechtsform und Regulierung	Trust- oder Gesell- schaftstyp (Trust, Cor- poration o. Association)	Gesellschaftstyp (Personengesellschaft: i.d.R. KG- oder GbR)	Gesellschaftstyp (Aktiengesellschaft)
Steuerliche Transparenz	Ja, da Befreiung von Corporate Income Tax auf jährlicher Basis, sofern die Vorausset- zungen erfüllt sind	Keine Besteuerung auf Gesellschaftsebene Verlustausgleich wird i.d.R. angestrebt	<ul style="list-style-type: none"> - Körperschaftsteuer aber Anrechnung, ggf. § 6b EStG - Gewerbesteuer, ggf. erweiterte Kürzung § 9 Nr. 1 GewStG - Kapitalertragsteuer, aber Anrechnung
Fungibilität und Liquidität	Relativ hoch, da i.d.R. Börsennotierung und entsprechend hohe Ka- pitalisierungen	Minimal wegen geringer Kapitalisierung und fehlender Börsennotie- rung; Steuerproblematik bei Verkauf hemmend	Relativ gering, da oft li- mitiert durch geringe Kapitalisierung und do- minante Großaktionäre
Rechnungslegungs- und Markttransparenz	Sehr hoch, da durch den Ausschüttungzwang Außenfinanzierung er- forderlich ist	Sehr gering; einmalige Prospektierung, später kaum Publizität	Relativ gering, i.d.R. auf Pflichtpublizität be- schränkt
Spezialisierungsgrad	Relativ hoch und zweck- mäßig, da i.d.R. spezia- lisierte Anlagepolitik	Steuerorientierte Fonds i.d.R. mit einzelnen Projekten versus rendi- toorientierte Fonds mit Objekten oder Portfo- lios; Zunehmend Aus- landsinvestitionen	Unzweckmäßig: <ul style="list-style-type: none"> - CREM-Immo-AG - Misch-Immo-AG - Restb.-Immo-AG Zweckmäßig: <ul style="list-style-type: none"> - Wohn-Immo-AG
Diversifikation und Größe	Relativ groß bei börsen- notierten REITs wegen der IPO-Kosten (i.d.R. umfangreiche Immobi- lienportfolios); Volumina steigen durch M&As	Überwiegend Einzel- objekte; bei Portfolios selten mit Anlagestrate- gie, sondern eher Im- mobilieneinsammlung	Unzweckmäßig: <ul style="list-style-type: none"> - CREM-Immo-AG - Misch-Immo-AG - Restb.-Immo-AG Zweckmäßig: <ul style="list-style-type: none"> - Wohn-Immo-AG
Finanzierungsflexibilität	Sehr hoch, da vielseitige Eigen- und Fremdkapi- talfinanzierung möglich	Eingeschränkt, i.d.R. einmalige Finanzierung	Sehr hoch, da vielseitige Eigen- und Fremdkapi- talfinanzierung möglich
Interessenidentität	i.d.R. gewährleistet, da oft mit Management- und Erfolgsbeteiligung	i.d.R. nein, im Gegen- teil: enormes Potential für Interessenkonflikte	Ggf. gewährleistet, al- lerdings oft mit Mehr- heitsbeteiligung des Managements
Anlegerschutz	Ja, diverse Anlagevor- schriften des IRC. Ne- ben der Börsenaufsicht nachhaltige „Kapital- marktkontrolle“ durch Ausschüttungzwang	Nein, lediglich Pro- spekthaftung	Auf Börsenaufsicht und AktG beschränkt; keine speziellen investition- rechtlichen Anlagevor- schriften und kein Aus- schüttungzwang

Abbildung 13: Gegenüberstellung der Charakteristika der REITs mit den Charakteristika der deutschen Grundstücksgesellschaften

Die Rechtsform der Immo-AGs würde sich zwar hinsichtlich der konzeptionellen Ausgestaltungsmöglichkeiten für die Übertragung der REIT-Konzeption eignen, ist jedoch mit den genannten steuerlichen Nachteilen behaftet. Nicht zuletzt deshalb liegt die Gesamtkapitalisierung der 49 im E&G-Dimax-Immobilien-

aktienindex enthaltenen Immo-AGs Anfang 1998 nur bei ca. DM 13,6 Mrd.,²⁸¹ wobei ein großer Anteil der Kapitalisierung auf Aktivitäten außerhalb des Immobilienbereichs entfällt. Dies gilt speziell für Misch-Immo-AGs wie der WCM (DM 3,8 Mrd.) und der IVG (DM 2,5 Mrd.), die den Index dominieren (Stand Ende Juni 1998). Daher erscheint ein pauschaler Kapitalisierungsabschlag in Höhe von 25% gerechtfertigt, so daß sich eine korrigierte Gesamtkapitalisierung von ca. DM 10,2 Mrd. ergibt. Dieses Volumen könnte die Höhe der Börsenkapitalisierung der Immobilienbestände ungefähr reflektieren, d.h. die durchschnittliche Kapitalisierung dürfte ungefähr DM 208 Mio. betragen (Abbildung 14).

	Σ-\$-Kap.	Σ-DM-Kap. \$1 = DM 1,80	Σ-DM-Kap. Korrektursatz	Σ-DM-Kap. Korrigiert	Anzahl	Ø-DM-Kap..
Immo-AGs	-----	DM 13,6 Mrd.	- 25%	DM 10,2 Mrd.	49	DM 208 Mio.
REITs	\$127,8 Mrd.	DM 230,0 Mrd.	-----	DM 230,0 Mrd.	176	DM 1.307 Mio.

Abbildung 14: Durchschnittskapitalisierung der REITs im Vergleich zu den Immo-AGs des E&G-Dimax (Stand Ende 1997 / Anfang 1998)²⁸²

Dagegen beträgt die Kapitalisierung der REITs Ende 1997 ca. \$127,8 Mrd. (nur Equity REITs), was bei einem aktuellen Wechselkurs von DM 1,80 / \$1 einem Gesamtmarktvolumen von umgerechnet DM 230 Mrd. entspricht. Die Durchschnittskapitalisierung der 176 REITs beläuft sich somit auf ca. DM 1,3 Mrd. Die Immo-AGs unterscheiden sich daher von den REITs nicht nur grundlegend in bezug auf die o.g. Kriterien, sondern auch hinsichtlich der Marktvolumina bzw. der Marktbedeutung. Somit wird deutlich, welches Nachfragepotential eine den REITs entsprechende Konzeption haben könnte.

Abschließend sei darauf hingewiesen, daß sich aus den obigen Ausführungen im Umkehrschluß ergibt, daß die Immo-AG die Funktion von REITs übernehmen könnte, wenn in Deutschland Veräußerungsgewinne aus Immobilienverkäufen generell besteuert würden und die Gewerbesteuer abgeschafft würde. Da dies als unwahrscheinlich anzusehen ist, stellt sich die Frage, wie sich ein REIT-Pendant im Rahmen des KAGG darstellen könnte, das - analog zur Re-

²⁸¹ Siehe dazu Fn. 266, S. 306.

gulierung der Offenen Immobilienfonds - nicht unter diesen steuerlichen Nachteilen leidet.

2.4.3 Charakterisierung der Offenen Immobilienfonds und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu den REITs

2.4.3.1 Charakteristika der Offenen Immobilienfonds

Obwohl sich die Offenen Immobilienfonds und die REITs im Hinblick auf ihre Funktion als Immobilieninvestmentfonds ähneln, ergeben sich konstruktionsbedingt erhebliche rechtliche und wirtschaftliche Unterschiede.²⁸³

- Rechtsform und Regulierung: Offene Immobilienfonds sind Sondervermögen, die durch eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft auf Basis von Open Prinzip und Open-End Prinzip verwaltet werden (Vertragstyp).
- Steuerliche Transparenz: Offene Immobilienfonds sind von der Körperschafts- und der Gewerbesteuer durch das KAGG befreit.²⁸⁴ Hinsichtlich der Körperschaftsteuer gelten Grundstücks-Sondervermögen als befreites Zweckvermögen i.S. des § 1 Abs. 1 Nr. 5 KStG (§ 38 Abs. 1 KAGG i.V.m. § 44 Abs. 1 S. 1 KAGG). Die Gewerbesteuerbefreiung nach § 38 Abs. 1 KAGG i.V.m. § 44 Abs. 1 S. 1 KAGG schränkt Managementaktivitäten nicht ein. Allerdings besteht die Zinsabschlagsteuerpflicht. Immobilien-Veräußerungsgewinne, die nach Ablauf der Spekulationsfrist realisiert wurden, können steuerfrei an Privatanleger ausgeschüttet werden. Nicht zuletzt deshalb entfällt - ähnlich wie bei Immobilien-Direktanlagen - auf die Wertentwicklung der Zertifikate i.d.R. ein steuerfreier Anteil zwischen 25% und 33%, der die Nachsteuerrendite deutlich verbessert.²⁸⁵ Dennoch handelt es sich um renditeorientierte Anlageprodukte. Die Erfüllung des Transparenzprinzips ist weitgehend gewährleistet.

²⁸² Vgl. Beck, Immobilienaktienindex, S. 12 und NAREIT, Capitalization, S. 2.

²⁸³ Siehe hierzu und zum folgenden Kutscher, Offene Immobilienfonds S. 194ff.; Alda, Offene Immobilienfonds, S. 533; Becker / Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 573ff.

²⁸⁴ Vgl. dazu Schlag, Innovative Formen, S. 18f.; Alda, Offene Immobilienfonds, S. 556ff.

²⁸⁵ Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 561.

- Fungibilität und Liquidität: Anstelle einer Börsennotierung wird die Handelbarkeit durch laufende Zertifikatsausgabe und -rücknahme erreicht. Der Anteilswert entspricht dem anteiligen Nettoinventarwert, wobei der Wert der Immobilien durch Sachverständigengutachten festgestellt wird. Die Ausgabepreise der Publikumsfonds liegen Ende Juli '98 zwischen DM 78,50 (Haus-Invest Fonds) und DM 159,09 (Grundwert-Fonds), während die Transaktionskosten in Form des Ausgabeaufschlags ca. 5% betragen. Bei Spezialfonds liegen Mindestbeteiligungen i.d.R. bei zweistelligen Millionenbeträgen, wobei die Agios geringer sind.
- Rechnungslegungs- und Markttransparenz: Die Publizität erfolgt lediglich in aggregierter Form, da die Rechenschaftsberichte keine aus wirtschaftlicher Sicht relevanten Angaben auf Einzelobjektebene (bspw. Leerstände, Mietniveaus, Mietvertragslaufzeiten oder Verkehrswerte) veröffentlichen.
- Spezialisierungsgrad: Wegen der Rückgabeproblematik werden i.d.R. bis zu 50% des Fondsvermögens in liquide Mittel investiert, um Rückgaben gewährleisten zu können. Bei Publikumsfonds ist die Immobilienanlagepolitik auf eine möglichst breite Diversifikation ausgerichtet, um eine stetige Performance zu erzielen und somit Rückgaben zu vermeiden. Nur Spezialfonds lassen sich mit hohem Spezialisierungsgrad darstellen.
- Diversifikation und Größe: Durch zahlreiche KAGG-Normen zur Risikomischung und -streuung ergeben sich zwingend sehr große Fondsvolumina. So muß der Immobilienbestand bspw. aus mindestens 10 Objekten bestehen, von denen keines mehr als 15% Anteil am Fonds haben darf.
- Finanzierungsflexibilität: Die Finanzierungsmöglichkeiten sind beschränkt, da die Eigenkapitalbeschaffung nur durch die Ausgabe eines Einheitszertifikates möglich ist und wegen der Rückgabeproblematik Fremdfinanzierungen nur in begrenztem Umfang darstellbar sind.
- Interessenidentität: Da die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften überwiegend Bankentöchter sind, dürfte eine Beteiligung des Managements an den von ihnen verwalteten Offenen Immobilienfonds auszuschließen sein. Insofern kann nicht von einer Identität der Interessen ausgegangen werden.
- Anlegerschutz: Die Position der Investoren wird durch eine Vielzahl von KAGG-Vorschriften bezüglich der Kapitalanlagegesellschaft und des Son-

dervermögens abgesichert. Zusätzlich wird eine Depotbank zur Verwaltung und Verwahrung des Sondervermögens eingeschalten.

Obwohl die Offenen Immobilienfonds immer wieder als deutsches Pendant zu den REITs betrachtet werden, erstrecken sich die Gemeinsamkeiten nur auf den steuerlichen Sonderstatus und die Funktion als Kapitalsammelstelle. Die Unterschiede beruhen größtenteils darauf, daß der Vertragstyp als rechtliche Grundlage gewählt wurde, wodurch sich die oben aufgeführten konstruktionsbedingten Unterschiede zu den REITs ergeben. Diese Kurzcharakterisierung verdeutlicht, warum die Offenen Immobilienfonds als Immobilienanlageprodukt aus Sicht internationaler Investoren Defizite aufweisen.

2.4.3.2 Charakterisierung des Leitbildes der Grundstücks-Investment-aktiengesellschaften

Das Leitbild der zu entwickelnden Konzeption für Grundstücks-Investment-aktiengesellschaften beruht im wesentlichen darauf, spezielle Charakteristika der REITs mit bestimmten Besonderheiten der Offenen Immobilienfonds folgendermaßen zu verknüpfen:

- Rechtsform und Regulierung: Wie bei den REITs, die auf der Corporation basieren, soll eine Rechtsform zugrundeliegen, die auf der Kombination von Gesellschaftstyp, Closed Prinzip und Closed-End Prinzip beruht.
- Steuerliche Transparenz: Entsprechend der Regelung bei Offenen Immobilienfonds sollen Veräußerungsgewinne, die nach Ablauf der Spekulationsfrist erzielt wurden, steuerfrei an Privatanleger ausgeschüttet werden können; zusätzlich wäre die Befreiung von der Gewerbesteuer unerlässlich. Diese beiden Sonderregelungen würden zu einer steuerlichen Transparenz führen, die nicht nur der Offener Immobilienfonds, sondern auch der von REITs weitgehend entsprechen würde. Nur so wären die steuerlichen Nachteile herkömmlicher Immo-AGs zu überwinden und eine Chancengleichheit gegenüber Offenen Immobilienfonds gewährleistet. Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft soll somit ein steuerlich transparentes Anlageprodukt darstellen und demzufolge eine ausgeprägte Renditeorientierung verkörpern.

- Fungibilität und Liquidität: Wie im Fall der REITs soll die Handelbarkeit der Aktien durch die Börsennotierung erreicht werden, wobei ein hohes Maß an Liquidität sowohl eine entsprechend hohe Marktkapitalisierung als auch eine breite Streuung im Anlegerpublikum voraussetzen würde.
- Rechnungslegungs- und Markttransparenz: Entsprechend den Gegebenheiten bei den REITs soll sich durch die Börsennotierung und dem daraus resultierenden Kapitalmarktdruck ein Zwang zu einer transparenten Rechnungslegung und aktivem Investor Relations-Management ergeben.
- Spezialisierungsgrad: Außerdem soll wie bei den REITs durch die Börsennotierung und dem damit einhergehenden Kapitalmarktdruck eine zweckmäßige Fokussierung der Portfolios erreicht werden. Passend dazu soll sich eine Geschäftspolitik ergeben, die auf die Realisierung von Wertschöpfungspotentialen durch das Management ausgerichtet ist.
- Diversifikation und Größe: Ähnlich wie bei den REITs wäre durch die nicht unerheblichen Kosten eines Going Public die erforderliche Mindestgröße gewährleistet. Zusätzlich sollen die Diversifikationsvorschriften der Offenen Immobilienfonds weitgehend übernommen werden, um eine ausreichende Mischung und Streuung sicherzustellen.
- Finanzierungsflexibilität: Korrespondierend zu den Gegebenheiten bei den REITs soll die laufende Aktienemission zur Kapitalbeschaffung möglich sein, während auf der Fremdkapitalseite diverse verschiedene Finanzierungsformen darstellbar sein sollen.
- Interessenidentität: Analog den Verhältnissen bei REITs wäre die Eliminierung von Interessenkonflikten durch die Beteiligung des Managements am Gesellschaftsvermögen (oder zumindest am Geschäftsergebnis) zu wünschen. Um dies zu erreichen, müßte der Rechtsformwechsel etablierter Immobilienunternehmen oder das Einbringen bestehender Immobilienportfolios mit vergleichsweise geringem Aufwand möglich sein.
- Anlegerschutz: Ähnlich der Regulierung bei den Offenen Immobilienfonds sollte ein gewisser Anlegerschutz gewährleistet sein, welcher dem Offener Immobilienfonds zwar nicht vollständig, aber in vielen Punkten entsprechen müßte. Diese Einschränkungen sollten sich primär auf die Anlagevorschriften

erstrecken. Die geringfügig abgeschwächte Regulierung erscheint i.S. einer erhöhten Spezialisierungsflexibilität durchaus vertretbar.

Anhand dieses Kurzprofils wird deutlich, daß sich das Leitbild für die zu entwickelnde Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in hohem Maß an den Eigenschaften der REITs orientiert und deren Konzeption in bezug auf den Anlegerschutz sogar übersteigt. Insofern müßte die entwickelte Idee den Anforderungen internationaler Anleger weitgehend entsprechen.

Das Leitbild der Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ist daher die Schaffung einer Hybridkonstruktion aus Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften (Abbildung 15). Einerseits soll die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft hinsichtlich der eigenständigen KAGG-Regulierung, der steuerlichen Transparenz und des Anlegerschutzes mit den Offenen Immobilienfonds korrespondieren. Andererseits soll sie hinsichtlich der verbleibenden Kriterien die Ausgestaltungsmöglichkeiten herkömmlicher Immobilien-Aktiengesellschaften ausnutzen können. Unbedingt erforderlich wäre die steuerliche Sonderbehandlung, da sonst die herkömmliche Immobilien-Aktiengesellschaft die einfachere und flexiblere Rechtsform darstellen würde. Zudem wäre die Wettbewerbsfähigkeit mit den Offenen Immobilienfonds nicht gegeben.

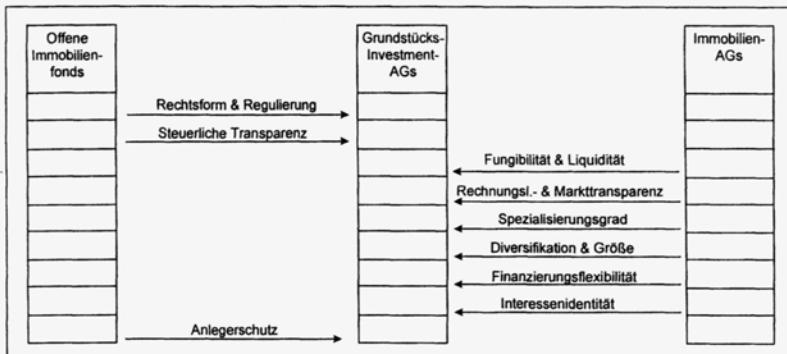


Abbildung 15: Konzeptionelle Positionierung des Leitbildes der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft zwischen den Immobilien-Aktiengesellschaften und den Offenen Immobilienfonds

2.4.3.3 Vergleich der Offenen Immobilienfonds und des Leitbildes für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften mit den REITs

Beim direkten Vergleich zwischen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften und Offenen Immobilienfonds sind die Übereinstimmungen auf die eigenständige Rechtsform und Regulierung, die steuerliche Transparenz und den umfassenden Anlegerschutz beschränkt. Hinsichtlich der übrigen Kriterien ähnelt die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft den REITs (Abbildung 16).

	REITs (IRC)	Offene Immobilien- fonds	Grundstücks- Investment-AGs
Rechtsform und Regulierung	Trust- oder Gesellschaftstyp (Trust, Corporation o. Association)	Vertragstyp, Sondervermögen mit Management durch Immobilien-KAG	Gesellschaftstyp (Kapitalgesellschaft)
Steuerliche Transparenz	Ja, da Befreiung von Corporate Income Tax auf jährlicher Basis, sofern die Voraussetzungen erfüllt sind	Ja, durch Steuerbefreiung des Sondervermögens	Ja, durch Gewerbesteuerbefreiung und Sonderregelung für Veräußerungsgewinne
Fungibilität und Liquidität	Relativ hoch, da i.d.R. Börsennotierung und entsprechend hohe Kapitalisierungen	Bei Publikumsfonds i.d.R. gewährleistet, bei Spezialfonds eher eingeschränkt	Relativ hoch, da Börsennotierung obligatorisch ist
Rechnungslegungs- und Markttransparenz	Sehr hoch, da durch den Ausschüttungszwang Außenfinanzierung erforderlich ist	Eher gering, Minimalpublizität im Rechenschaftsbericht; ohne immobilienspezifische Angaben	Relativ hoch, da die Börsenbewertung auch Kapitalmarktdruck erzeugt; i.d.R. mit immobilienspezifischen Angaben
Spezialisierungsgrad	Relativ hoch und zweckmäßig, da i.d.R. spezialisierte Anlagepolitik	Bei Publikumsfonds i.d.R. relativ gering, bei Spezialfonds u.U. vergleichsweise hoch	Relativ hoch und zweckmäßig, da i.d.R. spezialisierte Anlagepolitik
Diversifikation und Größe	Relativ groß bei börsennotierten REITs wegen der IPO-Kosten (i.d.R. umfangreiche Immobilienportfolios); Volumina steigen durch M&As	Relativ groß, da Immobilienportfolio mind. 10 Objekte umfassen muß und keines mehr als 15% Anteil am Fondsvermögen haben darf	Relativ groß, durch IPO-Kosten; außerdem werden die Diversifikationsvorschriften Offener Immobilienfonds modifiziert übernommen
Finanzierungsflexibilität	Sehr hoch, da vielseitige Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung möglich	Eingeschränkt wegen Rückgabeproblematik	Hoch, da flexible Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung möglich
Interessenidentität	i.d.R. gewährleistet, da oft mit Management- und Erfolgsbeteiligung	i.d.R. nicht gewährleistet, da Management durch Bankentochter	Ggf. gewährleistet, abhängig von der Regulierung und den Möglichkeiten des Rechtsformwechsels
Anlegerschutz	Ja, diverse Anlagevorschriften des IRC. Neben der Börsenaufsicht nachhaltige „Kapitalmarktkontrolle“ durch Ausschüttungszwang	Ja, sehr umfassende Anlegerschutzkonzeption des KAGG	Ja, Anlegerschutz des KAGG, aber geringer als bei Offenen Immobilienfonds

Abbildung 16: Gegenüberstellung der Charakteristika der REITs mit den Charakteristika der Offenen Immobilienfonds und dem Leitbild für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

3 Analyse der Entwicklung der Wertpapier- und der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98

3.1 Übersicht der Regulierung

Die Ursprungsversion des KAGGs umfaßte die Allgemeinen Vorschriften, die Besonderen Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen, die Steuerrechtlichen Vorschriften sowie Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften. Später wurden die Besonderen Vorschriften für Grundstücks- (1970), Beteiligungs- (1986) und Geldmarkt-Sondervermögen (1994) eingefügt. Zudem erfolgte 1990 die definitorische Abgrenzung der Spezialfonds (Abbildung 17).

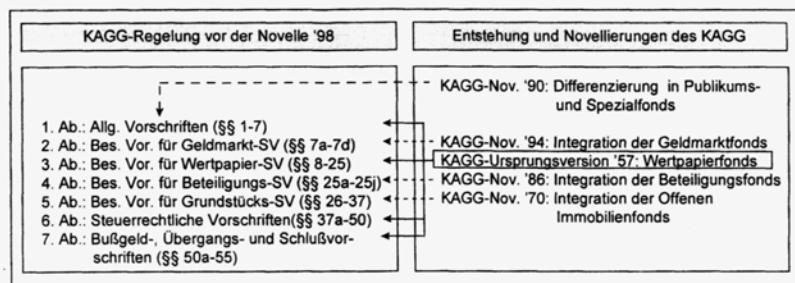


Abbildung 17: Übersicht der Entwicklungsphasen der Regulierung der Kapitalanlagegesellschaften bis zur KAGG-Novelle '98

Darüber hinaus wurden die Besonderen Vorschriften zu den einzelnen Sondervermögensarten insbesondere durch den Einfluß des 1.²⁸⁶ und 2. Finanzmarktförderungsgesetzes²⁸⁷ sukzessive erweitert. Insofern spiegeln sich in diesen Entwicklungsphasen die bisherigen Deregulierungsbemühungen des Gesetzgebers wider.

²⁸⁶ Siehe dazu Laux, Investmentrecht, S. 385ff.

²⁸⁷ Siehe dazu Riepe, Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, S. 1239.

3.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften

3.2.1 Regulierung

Die Regulierung des Wertpapier-Investment ist dadurch geprägt, daß zunächst ein Unternehmen die Vorreiterrolle übernahm und der Gesetzgeber erst einige Jahre später den rechtlichen Rahmen regelte. Dieses Pionierunternehmen war die Allgemeine Deutsche Investment Gesellschaft (ADIG)²⁸⁸ (München, 1949), die als erste deutsche Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft kurz nach der Währungsreform gegründet wurde.²⁸⁹ Obwohl seinerzeit keine gesetzliche Regelung des Investmentgeschäfts existierte, konnte die ADIG ihre ersten Fonds FONDRA und FONDAK bereits 1950 auflegen, da die erforderlichen gesetzlichen und steuerlichen Voraarbeiten im Freistaat Bayern bereits erfolgt waren.²⁹⁰ Die Anfangsjahre der ADIG stellten sich allerdings schwierig dar, da die Vermögen durch die Währungsreform dezimiert waren und das Vertrauen in Wertpapierbörsen wegen der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse verständlicherweise eher begrenzt war.²⁹¹ Da schon 1956 der Bundestagsausschuß für Geld und Kredit den Entwurf des KAGG beriet und dessen Verabschiedung ursprünglich schon in diesem Jahr vorgesehen war, kam es vorzeitig zur Gründung von vier weiteren Investmentgesellschaften durch Banken oder Bankenkonsortien.²⁹²

Mit dem KAGG wollte der Gesetzgeber das Investmentgeschäft, das in weiten Kreisen als „angelsächsische 'Importware' noch mit einigem Argwohn aufgenommen wurde“²⁹³ auf eine solide gesetzliche Grundlage stellen. Zudem verfolgte der Gesetzgeber die Ziele, den Kapitalmarkt zu stabilisieren, die Vermö-

²⁸⁸ Nach Schimrock (Investmentgesellschaften, S. 10) beteiligten sich an der ADIG unter der Führung der Bayerischen Staatsbank zahlreiche Kreditinstitute. Daran wird deutlich, daß dem Investmentgeschäft ein breites Vertrauen entgegebracht wurde.

²⁸⁹ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 062, S. 2.

²⁹⁰ Vgl. Reuter, Erinnerungen, S. 165.

²⁹¹ Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, S. 5.

²⁹² Vgl. Reuter, Erinnerungen, S. 165. Zum Gesellschafterkreis siehe Schimrock, Investmentgesellschaften, S. 11f. Für eine umfassende Analyse der Geschäftstätigkeit der fünf Investmentgesellschaften bis 1957 siehe Huber, Investment-Gesellschaften, S. 187ff.

²⁹³ Müller, Marketing, S. 184.

gensbildung privater Haushalte zu fördern und neue Kapitalquellen für die Volkswirtschaft zu erschließen.²⁹⁴ Somit wurde dem Investmentgedanken eine kapitalmarkt-, sozial- und finanzmarktpolitische Funktion zugesprochen.²⁹⁵ Das KAGG sollte nach „zwei totalen Vermögensvernichtungen (...) durch Krieg und Währungsreform gesetzlich abgesichert in der Breite den Sparer an das Wertpapier heranführen und am Produktivkapital der Wirtschaft beteiligen.“²⁹⁶ Diese wirtschaftspolitischen Ziele harmonierten mit dem gesellschaftspolitischen Ziel, in allen Lebensbereichen Chancengleichheit zu schaffen.²⁹⁷ Man glaubte, die Leitmaximen Ludwig Erhards - „Wohlstand für alle“ und „Eigentum für jeden“ - i.S. des populären „Volkskapitalismus“ umsetzen zu können²⁹⁸ und somit zur Finanzierung des Wirtschaftswunders beizutragen. Um diesen Erwartungen gerecht werden zu können, mußte das KAGG gewährleisten, daß ein umfassender Anlegerschutz durch standardisierte Fondskonstruktionen gesichert wird und daß den Fondsanlegern keine steuerlichen Nachteile gegenüber den Direktanlegern entstehen (Grundsatz der steuerlichen Transparenz).²⁹⁹

Aus den so entstandenen Wertpapier-Publikumsfonds entwickelten sich die Wertpapier-Spezialfonds, die ab 1967 durch ausländische Investmentgesellschaften angeboten wurden.³⁰⁰ Deren Vermarktungserfolge forcierten die Gründung eigener Spezialfonds-Kapitalanlagegesellschaften.³⁰¹ Allerdings gab es für die Spezialfonds zunächst keine einheitliche Bezeichnung. Allgemein wurden sie als „maßgeschneiderte Fonds“ und „Fonds für institutionelle Anleger“ betitelt,³⁰²

²⁹⁴ Vgl. Bundestag, BT-Drucksache 2973 (neu). Es ist darauf hinzuweisen, daß die Ziele in der o.g. Reihenfolge aufgeführt wurden, d.h. die Stabilisierung des Kapitalmarktes hatte seinerzeit (verständlicherweise) die höchste Priorität.

²⁹⁵ Vgl. Laux / Päsler, Wertpapier-Investmentfonds, S. 15 f.

²⁹⁶ Christians, 35 Jahre, S. 9.

²⁹⁷ Vgl. Laux / Päsler, Wertpapier-Investmentfonds, S. 9.

²⁹⁸ Vgl. v. Boehm-Bezing, Investmentsparen, S. 35.

²⁹⁹ Vgl. Bundestag, Drucksache 2973 (neu), S. 2. Bezeichnenderweise spricht der Gesetzgeber später auch von der „Ordnungs- und Sparerschutzgesetzgebung“ des KAGG (Bundestag, Drucksache V/3840, S. 2).

³⁰⁰ Nach Beckmann / Scholtz (Investment, 062, S. 3 und 425, S. 12) übernahm insbesondere die IOS-Organisation - die später für erhebliche Schlagzeilen sorgte - die Pionierrolle, indem sie bereits 1967 deutschen Pensions- und Unterstützungskassen sog. „maßgeschneiderte Fonds“ anbot und mit ihren Vermarktungserfolgen weitere ausländische Anbieter auf den Plan rief.

³⁰¹ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, S. 12.

³⁰² Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 062, S. 3.

während sie bei Versicherungen als „Individualfonds“ (für konventionelle Lebensversicherungen) oder als „Spezialfonds“ (für fondsgebundene Lebensversicherungen) bezeichnet wurden.³⁰³ Da letztere nicht die erhoffte Verbreitung fanden, erübrigte sich diese versicherungsspezifische Unterscheidung weitgehend.³⁰⁴ Aus diesem Grund schlossen sich sowohl das BAKred als auch die Kapitalanlagegesellschaften der Bundesbank-Terminologie an, die diesen Fondstyp als Spezialfonds bezeichnete.³⁰⁵ Durch diese Vereinheitlichung wurde auch der unglücklich gewählte Begriff des „Individualfonds“ eliminiert, der in weiten Kreisen fälschlicherweise mit sog. „Millionärsfonds“ - d.h. Fonds für wohlhabende Privatinvestoren - assoziiert wurde.³⁰⁶ Derartige Fonds sollten jedoch vor dem Hintergrund der ursprünglichen Zielsetzungen des KAGG ausgeschlossen bleiben und wurden durch die Genehmigungspraxis des BAKred unterbunden.³⁰⁷ Gleichzeitig bürgerte sich für die klassischen Investmentfonds der Begriff Publikumsfonds ein. Obwohl seinerzeit auch Investmentfonds, die eine spezialisierte Anlagepolitik verfolgten (bspw. Branchenfonds), teilweise als Spezialfonds bezeichnet wurden, hat sich für diese Fondstypen die Bezeichnung Spezialitätenfonds eingeprägt.³⁰⁸

Neben den Wertpapierfonds wurden später die Beteiligungsfonds (1986) und die Geldmarktfonds (1994) in das KAGG integriert. Bei der Eingliederung der Beteiligungsfonds stand die finanzielle Zielsetzung im Vordergrund, da für „junge expansive Unternehmen“³⁰⁹ eine neue Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeit erschlossen werden sollte.³¹⁰ Konzeptionell sieht der Gesetzgeber für Beteiligungsfonds vor, daß sie neben Wertpapieren bis zu

³⁰³ Vgl. v. Gronau, Spezialfonds, S. 3.

³⁰⁴ Vgl. v. Gronau, Spezialfonds, S. 3.

³⁰⁵ Vgl. Baur, Investmentgeschäfte, S. 788, Rz. 225; Kandlbinder, Spezialfonds, S. 11; v. Gronau, Spezialfonds, S. 4.

³⁰⁶ Vgl. Kandlbinder, Spezialfonds, S. 11.

³⁰⁷ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 788, Rz. 225. Nach Ludewig / Niebank / Dembowski (Jahrbuch 1997, S. 19) ist es allerdings mittlerweile in der Praxis trotzdem möglich, „Millionärsfonds“ als Publikumsfonds aufzulegen, indem die Kapitalanlagegesellschaften entsprechend hohe Mindestanlagesummen fordern.

³⁰⁸ Vgl. Kandlbinder, Spezialfonds, S. 11; v. Gronau, Spezialfonds, S. 3.

³⁰⁹ Hirche, Gesetzesinitiativen, S. 1022.

³¹⁰ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 727f., Rz. 56.

30% des Fondsvermögens in stille Beteiligungen investieren können.³¹¹ Insofern handelt es sich um Mischfonds, bei denen der Wertpapiercharakter dominiert. Aus verschiedenen Gründen wurden bislang keine Beteiligungsfonds aufgelegt.³¹² Im Gegensatz zur Regulierung der Beteiligungsfonds verfolgte der Gesetzgeber mit der KAGG-Integration der Geldmarktfonds keine besonderen Ziele; er reagierte vielmehr auf die große Anlegernachfrage nach speziell konzipierten Rentenfonds, die in kurzfristige Rentenpapiere und Geldmarktpapiere investierten und deshalb als Geldmarktnahe Fonds bezeichnet wurden.³¹³

Da die Zielgruppe der Wertpapierfonds ursprünglich die Kleinanleger waren, entschied sich der Gesetzgeber aus Gründen des Anlegerschutzes dazu, ausschließlich die Kombination von Open Prinzip und Open-End Prinzip auf Basis des Vertragstyps nach Schweizer Vorbild im KAGG zu verankern. Ausschlaggebend für die Wahl des Vertragstyps war, daß für die Kombination des Gesellschaftstyps mit der offenen Fondskonstruktion „einschneidende Änderungen des Aktienrechts“ erforderlich gewesen wären.³¹⁴ Die Kombination von Gesellschaftstyp, Closed Prinzip und Closed-End Prinzip wurde seinerzeit abgelehnt, da diese Fonds - wie die Erfahrungen in Großbritannien und den USA lehrten - „der Gefahr spekulativer Sonderentwicklungen unterliegen können.“³¹⁵

³¹¹ Vgl. Schwark, KAGG, S. 1070f.

³¹² Nach Baur (Inländische Investmentanteile, S. 729f., Rz. 60f.) und Sögtrop (Beteiligungsfonds, S. 85f.) wurde durch das UBG auch die Rechtsgrundlage für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften geschaffen, die zum Zweck der Beteiligungsfinanzierungen geeigneter erschien und mittlerweile fest etabliert sind. Da die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften auf der Kombination von Gesellschaftstyp, Closed Prinzip und Closed-End Prinzip basieren, ist Liquiditätshaltung nicht erforderlich und Fremdkapitalaufnahme möglich. Zudem sind Beteiligungsgesellschaften nicht auf typische stille Beteiligungen eingeschränkt und gelten wegen des geringeren Anlegerschutzes als flexibler und kostengünstiger. Daran wird der Konflikt zwischen Zielen und Maßnahmen deutlich, dem die Beteiligungsfonds im Rahmen des KAGG unterliegen: Der ausgeprägte Anlegerschutz, die begrenzte Flexibilität und vor allem die Einschränkung auf typische stille Gesellschaften stehen im direkten Gegensatz zur wirtschaftlichen Natur des Beteiligungsgeschäftes, das durch Risikofreudigkeit, Anpassungsfähigkeit bei der Finanzierungsstruktur und die Chance zur Erzielung von Veräußerungsgewinnen geprägt ist.

³¹³ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 730, Rz. 62.

³¹⁴ Vgl. Bundestag, Drucksache 2973 (neu), S. 2. Besonders problematisch wären neben der Erfordernis von variablem Grundkapital die notwendigen Änderungen hinsichtlich der Aktienausgabe und -rücknahme sowie der Bilanzierung gewesen. Die dafür unerlässlichen Novellierungen des Aktienrechts umging der Gesetzgeber, indem er nur den Vertragstyp zuließ und somit den Gesellschaftstyp vom KAGG ausschloß.

³¹⁵ Bundestag, Drucksache 2973 (neu), S. 2. Siehe dazu auch Kapitel 2.1.1, S. 11ff.

Der Grundsatz des Anlegerschutzes schlug sich in zahlreichen Vorschriften zur Risikostreuung und -mischung des Fondsvermögens sowie weiteren Einzelvorschriften des KAGG nieder. Der Transparenz-Grundsatz resultierte in einem separaten KAGG-Abschnitt mit steuerlichen Sondervorschriften, durch den die Fondsinhaber den Direktanlegern weitgehend gleichgestellt wurden.³¹⁶ Somit waren die beiden grundlegenden Bedingungen erfüllt und die rechtlichen Rahmenbedingungen des Investmentgeschäfts begründet.³¹⁷ Gleichzeitig verlieh der Gesetzgeber den Kapitalanlagegesellschaften „zur Vermeidung etwaiger Zweifel“³¹⁸ den Bankenstatus,³¹⁹ womit er sie der Aufsicht des BAKred unterwarf.³²⁰

Während die Entstehung der Wertpapier-Publikumsfonds vom Gesetzgeber relativ schnell aufgegriffen wurde, reagierte er nur langsam auf die Entstehung der Wertpapier-Spezialfonds. Deren Zulässigkeit war zunächst aufgrund der fehlenden expliziten gesetzlichen Regelung im KAGG nicht unumstritten. Speziell wegen der ursprünglichen sozialpolitischen Ziele wurden Zweifel geäußert, ob sie überhaupt im Rahmen des KAGG vertretbar seien.³²¹ Selbst aus Sicht des BAKred war es zunächst „keineswegs selbstverständlich, daß auch diese Spezialfonds - die häufig nur aus einem Anleger bestanden - in den Geltungsbereich des KAGG fallen und dessen Vorteile genießen können.“³²²

Die Zulässigkeit der Spezialfonds ließ sich aber durch die Destinatär-Theorie mit dem KAGG vereinen, denn hinter den institutionellen Investoren, „stehen (...) in letzter Bestimmung (= Destination) viele kleine Begünstigte (= Destinatäre) wie z.B. Versicherte oder Pensionskassenmitglieder, so daß auf diesem Wege dennoch die Intention des KAGG gewährleistet ist, mit dem Investmentfonds eine Anlageform

³¹⁶ Vgl. Bals, Position, S. 5.

³¹⁷ Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, S. 5.

³¹⁸ Bundestag, Drucksache 2973 (neu), S. 2.

³¹⁹ Vgl. Laux / Päslar, Wertpapierinvestmentfonds, S. 28.

³²⁰ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß das BAKred zum Zeitpunkt der Verabschiedung des KAGG im Jahre 1957 noch gar nicht existierte, weil die Bankenaufsicht erst 1962 zentralisiert wurde (Vgl. Kunze, Bankenaufsicht, S. 47).

³²¹ Vgl. Kandlbinder, Spezialfonds, S. 12.

³²² Steiner, Bankenaufsicht, S. 220.

für breite Volksschichten geschaffen zu haben.³²³ Im Ergebnis waren Kapitalsammelstellen, die sich indirekt für private Investoren in Spezialfonds engagierten, den Privatanlegern gleichgestellt, die sich direkt an Publikumsfonds beteiligten. Zusätzlich ließen sich Spezialfonds dadurch rechtfertigen, daß im KAGG keine Absicht des Gesetzgebers zum Ausdruck kam, die Bildung derartiger Fonds auszuschließen, da weder eine Mindestanzahl an Anlegern noch ein öffentlicher Vertrieb der Fondszertifikate gesetzlich gefordert wurde.³²⁴ Insofern war die Genehmigung von Spezialfonds letztlich relativ unproblematisch.³²⁵

Allerdings gab es zunächst drei Voraussetzungen, die Spezialfonds-Anleger gleichzeitig erfüllen mußten, um die erforderliche Genehmigung des BAKred zu erlangen: Es mußte sich erstens um einen institutionellen Investor handeln, der zweitens sozialen Bezug aufwies (sog. „Sozialbindung“) und drittens im Geltungsbereich des KAGG domiziliert war.³²⁶ Der Gesetzgeber gestattete nach und nach immer mehr institutionellen Anlegern den Zugang zu Spezialfonds, denn der ursprüngliche Anlegerkreis wurde um private und öffentliche Versicherungen (ab 1974), Sozialversicherungsträger (ab 1980) sowie Bausparkassen und Hypothekenbanken (ab 1990) erweitert. Seit der KAGG-Definition der Spezialfonds 1990 stehen Wertpapier-Spezialfonds allen nicht-natürlichen Investoren offen.

Abgerundet wurden die gesetzgeberischen Maßnahmen durch die Integration der Beteiligungs- und Geldmarktfonds. Der Mißerfolg bei der Regulierung von Beteiligungsfonds läßt sich weitgehend darauf zurückführen, daß deren Anlagenspektrum auf typische stille Beteiligungen begrenzt ist (§ 25c Abs. 2 KAGG). Da diese Beteiligungsform bei Beendigung des Gesellschaftsverhältnisses nur einen Anspruch auf Rückzahlung des Beteiligungskapitals einräumt, hat sie primär Fremdkapitalcharakter.³²⁷ Atypische stille Beteiligungen, die eine Partizipation am Unternehmenswert zum Ausstiegspunkt einräumen, sind nicht möglich. Daher entsprechen sie weder den Interessen der Beteiligungsfinan-

³²³ Kandlbinder, Spezialfonds, S. 13.

³²⁴ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, S. 11f.

³²⁵ Vgl. Steiner, Bankenaufsicht, S. 220.

³²⁶ Vgl. Kandlbinder, Spezialfonds, S. 13.

³²⁷ Vgl. zu den Charakteristika stiller Beteiligungen Büschgen, Börsenlexikon, S. 658.

zierer, noch denen der Zielunternehmen. Dagegen wurde die Regulierung der Geldmarktfonds zu einem vollen Erfolg.³²⁸

Dieser Entwicklungsprozeß verdeutlicht, daß sich das Zielsystem des Gesetzgebers erheblich erweitert hat: Ursprünglich „(...) ging es vor allem darum, den sogenannten kleinen Mann - was man auch immer darunter verstand - für das Wertpapier zu gewinnen. Mit kleinem Einsatz und nicht allzu hoch gestecktem Anspruch glaubte man, wertpapierscheue Anleger mobilisieren zu können.“³²⁹ Mittlerweile lassen sich dagegen alle denkbaren Anlegerkategorien durch die verschiedensten Publikums- und Spezialfonds ansprechen.

3.2.2 Konzeption

3.2.2.1 Übersicht

Bei der Ausarbeitung des KAGG stand der Gesetzgeber dem Problem gegenüber, „(...) die Geschäftsbeziehungen zwischen so ungleichen Partnern, wie den unerfahrenen und als Einzelperson auch wirtschaftlich schwachen Investimentspartern auf der einen Seite und den mit allem 'Know How' versehenen Kapitalanlagegesellschaften auf der anderen Seite, zu regeln.“³³⁰

Die Lösung dieses Konflikts bestand darin, die Fonds als Sondervermögen vom Betriebsvermögen der Kapitalanlagegesellschaft zu trennen und eine Depotbank als Kontrollinstitution einzubeziehen.³³¹ Dieses Verhältnis wird als Investmentdreieck bezeichnet.³³² Zusätzlich wurde das BAKred als Aufsichtsbehörde involviert (Abbildung 18). In der Praxis ist die Depotbank der Initiator des Investmentge-

³²⁸ Nach Solms (Geldmarktfonds, S. 861) wurde bereits 1988 die Zulassung von Geldmarktfonds im Rahmen der parlamentarischen Beratungen zum 1. FMFG diskutiert. Seinerzeit scheiterte die Integration von Geldmarktfonds allerdings nicht zuletzt am Widerspruch der Bundesbank, die befürchtete, daß die Umschichtung mindestreservepflichtiger Bankeinlagen in mindestreservefreie Geldmarktfonds-Anlagen zu einer Schwächung ihrer Mindestreservepolitik führen könnte.

³²⁹ Müller, Marketing, S. 1994.

³³⁰ Ohl, Rechtsbeziehungen, S. 10.

³³¹ Nach Ohl, Rechtsbeziehungen, S. 21f. übernahm der Gesetzgeber die Depotbank aus der schweizerischen Investmentpraxis, bei der sich die Trennung von Investmentgesellschaft und der als Treuhänder handelnden Depotbank bewährt hatte.

³³² Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 28.

schäfts, da sie i.d.R. die Kapitalanlagegesellschaft - ggf. mit anderen Gesellschaften - ins Leben ruft. Nur in Einzelfällen werden Kapitalanlagegesellschaften gegründet, die sich dann eine geeignete Depotbank suchen.³³³ Insofern ist in den meisten Fällen die Depotbank - und nicht die Kapitalanlagegesellschaft - als der eigentliche Dreh- und Angelpunkt des Investmentgeschäfts anzusehen.

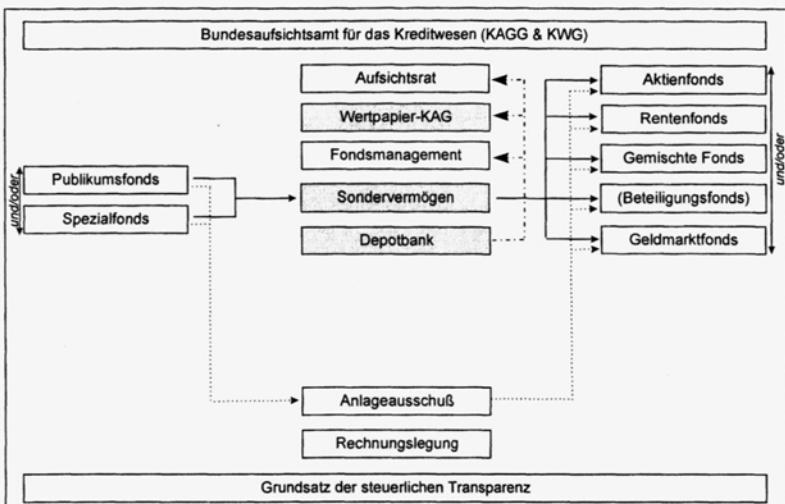


Abbildung 18: Konzeption des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

3.2.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen

Das BAKred übt gemäß § 2 KAGG Abs. 1 S. 1 und § 1 Abs. 1 Nr. 6 KWG die Aufsicht über die Kapitalanlagegesellschaften nach den Vorschriften des KAGG und des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) aus.³³⁴ Sofern es sich bei den Gesellschaften der Kapitalanlagegesellschaften um inländische Kreditinstitute handelt - und dies ist überwiegend der Fall - unterliegen diese ebenfalls der

³³³ Diese Situation ist im internationalen Vergleich nicht üblich. So spielen bspw. in den angelsächsischen Ländern bankenunabhängige Investmentgesellschaften eine große Rolle (Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 17).

³³⁴ Siehe zur allgemeinen Rolle des BAKred in der Bankwirtschaft Büschgen, Bankbetriebslehre, S. 147f.; Kunze, Bankenaufsicht, S. 43ff.

Aufsicht des BAKred.³³⁵ Dessen Tätigkeit umfaßt hinsichtlich der Kapitalanlagegesellschaften die Erlaubniserteilung (§ 32 KAGG), Prüfung (Jahresabschluß, Lagebericht und Prüfungsberichte, § 26 Abs. 1 KAGG), laufende Kontrolle (bspw. Werbung, § 23 Abs. 1 KAGG) und ggf. auch Sonderprüfungen oder die Entziehung der Erlaubnis.³³⁶ Betreffend die Sondervermögen schaltet sich das BAKred bei der Genehmigung der Vertragsbedingungen (nur bei Publikumsfonds, § 15 Abs. 2 S. 1 KAGG), bei der Prüfung (Rechenschafts-, Halbjahres- und Prüfungsberichte nach § 24a Abs. 3 und § 4 Abs. 4 KAGG), der Kontrolle (bspw. Anlagegrenzen) und ggf. bei Sonderprüfungen ein.³³⁷

3.2.2.3 Aufsichtsrat

Neben der Aufsicht durch das BAKred unterliegen Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften auch der obligatorischen Kontrolle durch einen Aufsichtsrat, obwohl sie als GmbH oder als AG firmieren dürfen (§ 3 KAGG).³³⁸ Da sich in der Praxis aufgrund diverser aktienrechtlicher Nachteile die GmbH durchgesetzt hat, wurde die GmbH mit aufsichtsrechtlichen Zügen einer AG als hybride Rechtsform standardisiert. Dies wird daran deutlich, daß § 3 S. 2 KAGG eine ganze Reihe aktienrechtlicher Vorschriften hinsichtlich Zusammensetzung³³⁹, Kontrollintensität³⁴⁰ sowie Pflichten und Rechte des Aufsichtsrates vorschreibt. Die Aufsichtsratspflichten bestehen in der Überwachung der Geschäftsführung

³³⁵ Falls es sich bei den Gesellschaftern der Kapitalanlagegesellschaften um Versicherungen handelt, unterstehen diese zwar nicht der Aufsicht des BAKred, aber stattdessen der Kontrolle des Bundesaufsichtsamtes für Versicherungswesen (BAV). Insofern ergibt sich in den meisten Fällen eine doppelstöckige Aufsichtsstruktur, die auch den Gesellschafterkreis der Kapitalanlagegesellschaft in die Aufsicht einbezieht.

³³⁶ Vgl. Laux / Päsl, Wertpapier-Investmentfonds, S. 59ff.

³³⁷ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 745, Rz. 110.

³³⁸ Nach Beckmann / Scholtz (Investment, 425, § 1, Rz. 33) ergeben sich daraus in der Praxis ungleiche Kontrollbefugnisse der Geschäftsführungen von GmbH und AG, bspw. in bezug auf die Zustimmung zum Gesellschafterwechsel.

³³⁹ Gemäß § 95 AktG muß der Aufsichtsrat aus mindestens drei Mitgliedern bestehen; falls die Satzung eine größere Anzahl vorsieht, muß die Zahl der Aufsichtsratmandate durch drei teilbar sein. Die Wahl der Mitglieder erfolgt durch die Gesellschafterversammlung der Kapitalanlagegesellschaft (§ 101 AktG) für vier Jahre (§ 102 AktG). Seit der KAGG-Novelle '90 sind die Kapitalanlagegesellschaften von der Verpflichtung entbunden, die Bestellung und den Wechsel ihrer Aufsichtsratsmitglieder dem BAKred unmittelbar anzuzeigen.

³⁴⁰ Um eine regelmäßige Kontrolle zu gewährleisten, schreibt der Gesetzgeber vor, daß Aufsichtsratssitzungen i.d.R. einmal im Kalendervierteljahr einberufen werden sollen und mindestens einmal im Kalenderhalbjahr stattfinden müssen (§ 110 Abs. 3 AktG).

im Interesse der am Sondervermögen beteiligten Anleger sowie der Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft (§ 3 S. 2 KAGG i.V.m. § 111 AktG).³⁴¹ Aus diesem Grund sollen Aufsichtsratsmitglieder ihrer „Persönlichkeit und Sachkunde nach“ die Wahrung dieser Interessen gewährleisten (§ 4 Abs. 1 S. 1 KAGG).

Der Tätigkeitsbereich umfaßt hinsichtlich der Kapitalanlagegesellschaften deren Prüfung (Jahresabschluß, Lagebericht und Gewinnverwendungsvorschlag) und die Berichterstattung an die Gesellschafterversammlung (nach § 171 AktG). Bezüglich der Sondervermögen ist primär zu kontrollieren, ob die Anlagepolitik im Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften und den jeweiligen Vertragsbedingungen steht und im Interesse der Anteilinhaber ist.³⁴² Um diesen Pflichten nachkommen zu können, wird dem Aufsichtsrat das Recht eingeräumt, jederzeit einen Bericht über die Angelegenheiten der Gesellschaft zu verlangen (§ 90 Abs. 3 S. 1 AktG). Generell erfordert ein Gesellschafterwechsel bei Kapitalanlagegesellschaften die Zustimmung des jeweiligen Aufsichtsrats (§ 1 Abs. 5 KAGG), um vermeiden zu können, daß „sie in die Hände ungeeigneter oder gar unlauterer Personen“³⁴³ gerät. Zudem sieht die Satzung i.d.R. vor, daß bestimmte Geschäfte oder grundlegende Entscheidungen nur mit Aufsichtsratszustimmung vorgenommen werden dürfen.³⁴⁴ Geschäftsführende Funktionen darf der Aufsichtsrat allerdings nicht übernehmen.³⁴⁵

3.2.2.4 Kapitalanlagegesellschaft

Die Kapitalanlagegesellschaft übernimmt das Investment-Management von Sondervermögen im eigenen Namen auf Rechnung der Anteilinhaber. Ihr obliegen innerhalb der gesetzlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen alle An- und Verkaufsentscheidungen betreffend der Vermögensgegenstände ihrer Sondervermögen. Da lediglich die Rechtsformen GmbH und AG zulässig sind, gilt für sie auch entweder das GmbHG oder das AktG. Damit stellt der Gesetzgeber sicher,

³⁴¹ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 747, Rz. 114.

³⁴² Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 62ff.

³⁴³ Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 1, Rz. 33.

³⁴⁴ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 251, Rz. 19.

³⁴⁵ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 747, Rz. 115.

daß das Investment ausschließlich von juristischen Personen mit festem Grundkapital betrieben wird.³⁴⁶ Derzeit sind alle Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften mit Ausnahme der Münchener Kapitalanlage AG als GmbHs tätig.³⁴⁷

Die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb durch das BAKred wird nur erteilt, sofern bestimmte Anforderungen hinsichtlich Nennkapital, Satzung und Geschäftsführung erfüllt sind. Das Nennkapital muß mindestens DM 5 Mio. betragen (§ 2 Abs. 2 KAGG), um die finanziellen Voraussetzungen für eine adäquate Managementleistung und eine angemessene Haftungs- und Garantiefunktion erfüllen zu können. Die Gesellschaftssatzung³⁴⁸ muß die Geschäftstätigkeit auf die in § 1 Abs. 1 KAGG genannten Geschäfte und die damit unmittelbar verbundenen Nebentätigkeiten beschränken.³⁴⁹ Davon ausgenommen sind Geschäfte, die der Anlage des eigenen Vermögens dienen. Die Geschäftsführung muß zuverlässig sein,³⁵⁰ die erforderliche fachliche Eignung aufweisen und aus mindestens zwei Geschäftsführern bestehen,³⁵¹ die nicht ehrenamtlich tätig sind (§ 33 Abs. 1 Nr. 4 KAGG, sog. „Vieraugen-Prinzip“³⁵²). Erst mit Erteilung der Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb unterliegen Kapitalanlagegesellschaften der Aufsicht des BAKred. Falls einzelne Voraussetzungen der Erlaubniserteilung nicht erfüllt sind, oder falls eine Gefährdung der Vermögenswerte vorliegt, ist auch ein Widerruf der Erlaubnis möglich. Dies ist bislang aber noch nicht

³⁴⁶ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment 425, § 1, Rz. 29; Päsler, Investmentsparen, S. 133.

³⁴⁷ Vgl. Päsler, Investmentsparen, S. 133. Nach Baur (Inländische Investmentanteile, S. 732, Rz. 65) liegt diese Präferenz nicht nur in den Nachteilen der AG begründet (Bsp. Arbeitnehmerrepräsentanz, Vinkulierung von Aktien), sondern auch darin, daß die Kapitalanlagegesellschaften i.d.R. von einem einzigen oder einigen wenigen Gesellschaftern gegründet werden und eine breite Streuung der Anteile nicht angestrebt wird.

³⁴⁸ Siehe zum Inhalt und Aufbau der Satzung von Kapitalanlagegesellschaften Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 732, Rz. 67ff.

³⁴⁹ Nach Päsler (Investmentsparen, S. 134) sind folgende Nebentätigkeiten zulässig: Gründung von Vertriebsgesellschaften, Beteiligung an in- oder ausländischen Investmentgesellschaften, Vermietung freier Computerkapazitäten, Verwaltung von Anlagekonten, Verwahrung von Anteilscheinen sowie die Beratung anderer Investmentgesellschaften.

³⁵⁰ Nach Beckmann / Scholtz (Investment, 425, § 2, Rz. 21) wird die persönliche Eignung demjenigen durch das BAKred abgesprochen, „der nach seiner gesamten Persönlichkeit nicht die Gewähr für eine ordnungsmäßige Geschäftsführung bietet“.

³⁵¹ Nach Beckmann / Scholtz (Investment, 425, § 2, Rz. 25f.) wendet das BAKred in der Praxis § 33, Abs. 2, S. 2 KWG an, indem es den Nachweis einer dreijährigen leitenden Tätigkeit bei einem Kreditinstitut vergleichbarer Größe und Geschäftsort voraussetzt.

³⁵² Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 2, Rz. 21. Allerdings sind speziell bei den marktbeherrschenden Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften bis zu vier Geschäftsführer tätig.

passiert, da das BAKred zunächst mit diskreteren Maßnahmen wie Bußgeldbescheiden, Einwirken auf den Aufsichtsrat, Untersagung bestimmter Geschäfte oder der Abberufung der Geschäftsführer reagiert.³⁵³

3.2.2.5 Fondsmanagement

Parallel zum Management der Kapitalanlagegesellschaft ist auch eine eigenständige Fondsverwaltung nötig.³⁵⁴ Diese Aufgabe wird i.d.R. internen Fondsmanagern anvertraut, d.h. externe Fondsmanager werden dementsprechend nur in Ausnahmefällen eingeschaltet.³⁵⁵ Die Fondsmanager betreuen oft einzelne Fondssegmente oder Einzelfonds³⁵⁶ und werden dabei von Finanzanalysten oder einer Researchabteilung beratend unterstützt.³⁵⁷ Das Fondsmanagement beauftragt die Depotbank mit der Abwicklung der An- und Verkaufsaufträge für das jeweilige Fondsdepot,³⁵⁸ wobei zahlreiche rechtliche Restriktionen der Anlagepolitik zu beachten sind.³⁵⁹

Vor dem Hintergrund immer kritischer werdender Anleger, zunehmender Qualitätsuntersuchungen durch Anlegerschützer und der bevorstehenden Rating-Offensive für Fondsgesellschaften wird die Qualität des Fondsmanagements immer wichtiger.³⁶⁰ Außerdem kommt wegen der steigenden Produktdifferenzierung Marketing- und PR-Aktivitäten sowie der Erschließung neuer Vertriebswege eine immer größere Bedeutung zu.³⁶¹ Auch die Vertretung von Aktionärsinteressen im Rahmen der Corporate Governance gewinnt an Bedeutung.³⁶²

³⁵³ Vgl. Päslar, *Investmentssparen*, S. 135.

³⁵⁴ Siehe dazu Chomrak, *Fondsmanagement*, S. 69ff.

³⁵⁵ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, *Jahrbuch 1997*, S. 17.

³⁵⁶ Vgl. Baur, *Inländische Investment-Anteile*, S. 744, Rz. 105.

³⁵⁷ Vgl. Baur, *Inländische Investment-Anteile*, S. 744, Rz. 105.

³⁵⁸ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, *Jahrbuch 1997*, S. 16.

³⁵⁹ Vgl. Zeyer, *Fondsmanager*, S. 38.

³⁶⁰ Vgl. dazu in dieser Reihenfolge Zeyer, *Fondskäufer*, S. 17; Zeyer, *Fondsanleger*, S. 24; Zeyer, *Fondsanbieter*, S. 24; Narat, *Rating-Offensive*, S. 37.

³⁶¹ Vgl. hierzu Müller, *Marketing*, S. 183ff.; Durstewitz, *Werbung*, S. 195ff.; Pohl, *Strukturvertrieb*, S. 117ff.; Wiebe, *Direktbanken*, S. 29; o.V., *Internet*, S. 1; o.V., *Call Center*, S. 23.

³⁶² Siehe dazu das Plädoyer der DWS (Vgl. o.V., *Plädoyer*, S. 31).

Bei den großen Kapitalanlagegesellschaften ist aufgrund des breiten Fondsangebots die Delegation des Fondsmanagements besonders ausgeprägt. In diesen Fällen beschränken sich die Geschäftsführer i.d.R. auf das Management der Kapitalanlagegesellschaft, während Fondsmanager die einzelnen Sondervermögen betreuen; dagegen nehmen speziell bei kleineren Kapitalanlagegesellschaften die Geschäftsführer das Fondsmanagement oft noch in die eigene Hand.³⁶³ Zwischen diesen beiden Extremen liegen zahlreiche Kapitalanlagegesellschaften, bei denen die Geschäftsführung mehr oder weniger in das Fondsmanagement involviert ist.

3.2.2.6 Sondervermögen

Gemäß § 6 Abs. 1 S. 1 KAGG stellen das bei der Kapitalanlagegesellschaft gegen die Ausgabe von Anteilscheinen für einen Fonds eingelegte Geld und die damit angeschafften Vermögensgegenstände jeweils ein Sondervermögen dar. Obwohl das Sondervermögen gesetzlich sowohl im treuhänderischen Alleineigentum der Kapitalanlagegesellschaft (Treuhandlösung) als auch im Miteigentum der Anleger nach Bruchteilseigentum (Miteigentumslösung) stehen kann, wird i.d.R. die Miteigentumslösung praktiziert.³⁶⁴

In bezug auf das Anlagespektrum ist die wirtschaftliche Unterscheidung in Geldmarkt-, Aktien-, Renten- und Gemischte Fonds relevant, während das Anlegerspektrum in Publikums- und Spezialfonds unterschieden wird. Die Anzahl der Sondervermögen, die unter der Verwaltung einer Kapitalanlagegesellschaft stehen, unterliegt gemäß § 6 Abs. 3 S. 1 KAGG keiner Beschränkung. Allerdings ist die Kapitalanlagegesellschaft dazu verpflichtet, die einzelnen Sondervermögen voneinander getrennt zu halten und unterschiedlich zu bezeichnen. Die Sondervermögen haften nicht für die Verbindlichkeiten der Kapitalanlagegesellschaft. Umgekehrt kann die Kapitalanlagegesellschaft etwaige Ansprüche gegenüber dem Sondervermögen (bspw. Vergütung) nur aus dem Sondervermögen befriedigen,³⁶⁵ d.h. die Anleger haften nicht direkt. Diese Rechtssituat-

³⁶³ Vgl. Lauz / Päsl, Wertpapier-Investmentfonds, S. 32.

³⁶⁴ Vgl. Lauz / Päsl, Wertpapier-Investmentfonds, S. 34f.

³⁶⁵ Vgl. Päsl, Investmentsparen, S. 136.

tion wird dadurch abgerundet, daß die Sondervermögen durch die Depotbank auf Sperrdepots (Wertpapiere) oder Sperrkonten (Barguthaben) verwahrt werden. Dadurch wird sowohl der Zugriff durch die Kapitalanlagegesellschaft als auch durch Dritte unterbunden.³⁶⁶

3.2.2.7 Depotbank

Die Depotbank ist nicht nur mit der Verwahrung der Vermögensgegenstände eines Sondervermögens betraut, sondern auch für die Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine zuständig (§ 12 Abs. 1 S. 1 KAGG). Das Depotbankprinzip ist ein wesentliches Element für den Anlegerschutz des KAGG.³⁶⁷ Da die Depotbank ein Kreditinstitut mit Geschäftssitz im Inland (§ 12 Abs. 1 S. 2 KAGG) oder eine inländische Zweigstelle eines Kreditinstituts aus einem Mitgliedstaat der Europäischen Gemeinschaft (§ 12 Abs. 1 S. 3 KAGG) sein muß, untersteht sie dem BAKred.

Zudem bedarf die Auswahl und der Wechsel der Depotbank dessen Zustimmung (§ 12 Abs. 3 KAGG).³⁶⁸ Gemäß § 12 Abs. 1 KAGG umfassen die Voraussetzungen für die Erteilung der Depotbank-Genehmigung die Kriterien Eigenkapitalausstattung, Bankenzulassung und adäquate Kreditsicherung sowie personelle bzw. organisatorische Unabhängigkeit von der Kapitalanlagegesellschaft. Von Depotbanken wird ein Eigenkapital in Höhe von mindestens DM 10 Mio. gefordert (§ 12 Abs. 1 S. 5 KAGG).³⁶⁹ Außerdem wird neben der Zulassung zum Einlagen- und Depotgeschäft (§ 12 Abs. 3 S. 2 KAGG) die Mitgliedschaft in einer Banken-Sicherungseinrichtung vorausgesetzt.

³⁶⁶ Vgl. Päslar, Investmentsparen, S. 136.

³⁶⁷ Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 47.

³⁶⁸ Zusätzlich wird dem BAKred das Recht eingeräumt, der Kapitalanlagegesellschaft einen Wechsel der Depotbank aufzuerlegen (§ 12 Abs. 4 KAGG). Nach § 12 Abs. 4 S. 2 KAGG ist ein derartiger Eingriff insbesondere dann in Betracht zu ziehen, wenn die Depotbank ihren gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten nicht nachkommt oder ihr haftendes Eigenkapital die vorgeschriebene Mindesthöhe unterschreitet (Vgl. Päslar, Investmentsparen, S. 170).

³⁶⁹ Dadurch soll - ähnlich wie bei der Mindestkapitalerfordernis der Kapitalanlagegesellschaften - sichergestellt werden, daß die übertragenen Verpflichtungen ordnungsgemäß erfüllt werden können. Gleichzeitig soll damit vermieden werden, daß sich eventuelle Schwierigkeiten der Depotbank negativ auf die von ihr betreuten Sondervermögen auswirken (Vgl. Päslar, Investmentsparen, S. 170).

Da Depotbanken per Gesetz unabhängig von der Kapitalanlagegesellschaft und ausschließlich im Interesse der Anteilinhaber zu handeln haben (§ 12 Abs. 2 S. 1 KAGG), sind personelle Verflechtungen zwischen Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft gesetzlich verboten.³⁷⁰ Weder Geschäftsleiter, Prokuristen, noch die zum Geschäftsbetrieb ermächtigten Handlungsbevollmächtigten der Depotbank dürfen gleichzeitig bei der Kapitalanlagegesellschaft beschäftigt sein und vice versa (§ 12 Abs. 1 S. 4 KAGG). Auf diese Weise sollen Interessenkonflikte ausgeschlossen und eine wirksame Kontrolle gewährleistet werden.

Gleichzeitig werden der Depotbank bestimmte Befugnisse bei der Fondsverwaltung eingeräumt (§ 12a KAGG), da sie für die Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine, die Ermittlung der Anteilswerte, Kontrolle des Anteilscheinumlaufs und die Wahrnehmung der Interessen der Anleger zuständig ist.³⁷¹ Die Emissions- und Rücknahmefunktion ist bei Publikumsfonds enorm wichtig, da sich die Vertriebsstärke der Depotbank direkt auf das Anlagevolumen der Kapitalanlagegesellschaft auswirkt. Dagegen tritt dieser Aspekt bei Spezialfonds in den Hintergrund. Die Ermittlung der Anteilswerte erfolgt bei Publikumsfonds i.d.R. börsentätiglich und kann bei Spezialfonds frei vereinbart werden.

Der Anteilswert (Rücknahmepreis) entspricht dem aktuellen Nettoinventarwert (Wertpapierbestände plus Barvermögen plus Forderungen minus Verbindlichkeiten) dividiert durch die Anzahl der umlaufenden Anteilscheine. Der Ausgabepreis ergibt sich, indem zum Rücknahmepreis der Ausgabeaufschlag addiert wird. Der Ausgabeaufschlag soll die Vertriebs- und Verkaufskosten abdecken und wird üblicherweise der vermittelnden Bank (i.d.R. die Depotbank), Versicherung oder Vertriebsgesellschaft weitergegeben.³⁷² Die Depotbank verdient jedoch nicht nur am Vertrieb, sondern lässt sich de facto sämtliche Tätigkeiten im Zusammenhang mit dem Sondervermögen entsprechend den Vertragsbedingungen vergüten.³⁷³

³⁷⁰ Vgl. Pässler, Investmentsparen, S. 170.

³⁷¹ Vgl. Pässler, Investmentsparen, S. 171.

³⁷² Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 752, Rz. 131f.

³⁷³ Nach Pässler (Investmentsparen, S. 173f.) zählen dazu bspw. Konto-, Depot-, Verwaltungs- und Verwahrungsgebühren sowie Kosten für Ankauf und Verkauf von Vermögensgegenständen, Beratung und Prüfung, Druck und Veröffentlichung etc.

3.2.2.8 Anlageausschuß

Neben den o.g. obligatorischen Beteiligten kann die Kapitalanlagegesellschaft auch für jedes Sondervermögen auf freiwilliger Basis einen Anlageausschuß bestellen, der ihr beratend zur Seite steht.³⁷⁴ Bei Publikumsfonds setzt sich der Anlageausschuß i.d.R. aus Aufsichtsratsmitgliedern, Repräsentanten aus dem Gesellschafterkreis der Kapitalanlagegesellschaft und Vertretern der Depotbank (oder deren Gesellschafterkreise) zusammen. Bei Publikumsfonds ist „das Sammeln von fremden und die Weitergabe von eigenen Informationen und Meinungen, die gesichtet und gewichtet sein sollten“³⁷⁵ als Hauptaufgabe des Anlageausschusses anzusehen. Dagegen besteht der Anlageausschuß bei Spezialfonds i.d.R. überwiegend aus Anlegerrepräsentanten, aber auch aus Depotbankvertretern.³⁷⁶ Bei Spezialfonds stärkt der Anlageausschuß die Position der Anleger enorm, da er die Möglichkeit bietet, die Anlagepolitik betreffend des Sondervermögens entscheidend zu beeinflussen;³⁷⁷ somit stellt er gewissermaßen eine vierte Instanz dar, d.h. das Investmentdreieck wird faktisch zum Investmentviereck erweitert.³⁷⁸

Dagegen haben die Anleger von Publikumsfonds praktisch keine direkte Einflußmöglichkeit. Der Anlageausschuß wird vereinzelt auch durch einen Anlegerbeirat ergänzt, der allerdings i.d.R. keine direkte Funktion hat, sondern durch die Besetzung mit den entsprechenden Personen indirekt dem Vertrieb der Anteile dienen soll.³⁷⁹ Je nach Ausgestaltung und Besetzung kann der Anlegerbeirat aber auch durchaus eine beratende Funktion einnehmen.

³⁷⁴ Vgl. Laux / Päsler, Wertpapier-Investmentfonds, S. 45.

³⁷⁵ Hauck, Anlageausschuß, S. 65.

³⁷⁶ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 748, Rz. 119.

³⁷⁷ Vgl. Mössle, Spezialfondsmanagement, S. 40f.

³⁷⁸ Bezeichnend dazu folgende Aussage der Deutschen Bundesbank (Investmentzertifikaten, S. 55, Fn. 3): „Charakteristisch für Spezialfonds ist die Existenz eines Anlageausschusses, in dem auch die Anlegerseite vertreten ist und damit laufend Einfluß auf die Anlagepolitik des Fonds nehmen kann. Bei einem hohen Grad dieser Einflußnahme (sog. Selbststeuerung [!]) kann sich ein solcher Fonds recht weit vom klassischen Typ eines Investmentfonds entfernen. Die Grenze zwischen interner Vermögensverwaltung durch den Anleger selbst und externer Vermögensverwaltung durch das Fondsmanagement ist im Spezialfondsbereich durchaus fließend.“

³⁷⁹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 748, Rz. 120.

3.2.2.9 Rechnungslegung

Die Kapitalanlagegesellschaft hat i.S. des Anlegerschutzes umfangreiche Publizitätspflichten zu erfüllen. Damit soll sichergestellt werden, daß sich die Anleger bzw. Anlageinteressenten umfassend über die rechtliche und wirtschaftliche Konzeption des jeweiligen Fonds informieren können.³⁸⁰ Bei Publikumsfonds sind den Anlegern beim Anteilserwerb Verkaufsprospekt, Vertragsbedingungen, Rechenschaftsbericht (Jahresbericht), ggf. Zwischenbericht (Halbjahresbericht) sowie eine Kopie des Depoteröffnungsantrages (bei Ersterwerb) auszuhändigen.³⁸¹ Außerdem ist eine Durchschrift des Antrags auf Vertragsschluß zu übergeben, die über die Höhe des Ausgabeaufschlags und der Verwaltungskosten informiert (§ 19 Abs. 1 KAGG).

Gemäß § 19 Abs. 2 KAGG hat der Verkaufsprospekt alle Angaben zu enthalten, die zum Erwerbszeitpunkt für die Beurteilung der Anteilscheine von Bedeutung sind. Der Mindestinhalt ist sehr umfangreich und umfaßt alle relevanten Informationen über die Kapitalanlagegesellschaft, die Charakteristika des Sondervermögens, die Depotbank, Ausgabe- und Rücknahmemodalitäten, Ertragsverwendung, steuerliche Kurzinformationen, ggf. Informationen zu externem Fondsmanagement, Ausgabestellen der Rechenschaftsberichte, Abschlußprüfer etc.

Die Vertragsbedingungen bestehen aus den Allgemeinen und den Besonderen Vertragsbedingungen. Die Allgemeinen Vertragsbedingungen (AVB) gelten i.d.R. für sämtliche Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft³⁸² und sind aufgrund der Anwendung von Mustervertragsbedingungen praktisch identisch.³⁸³ Die AVB regeln daher die gemeingültigen Vertragsbestandteile i.S. von Anlagegrundsätzen und -grenzen, Ausgabe- und Rücknahmemodalitäten, Kosten- und Gebührenstruktur, Rechnungslegung, etc. Dagegen enthalten die Besonderen Vertragsbedingungen (BVB) die speziellen Vertragsbestandteile für das jeweilige

³⁸⁰ Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 54.

³⁸¹ Vgl. Mol, Investmentfonds-ABC, S. 26.

³⁸² Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 53.

³⁸³ Vgl. Mol, Investmentfonds-ABC, S. 27. Die Mustervertragsbedingungen ergaben sich aus der Genehmigungspraxis des BAKred. Siehe für Veröffentlichungen der Mustervertragsbedingungen, differenziert nach Sondervermögensarten Baur, Investmentgesetze, Anhang Nr.1, S. 1733ff.

Sondervermögen. Die BVB charakterisieren daher primär die wirtschaftliche Ausgestaltung des einzelnen Fonds im Hinblick auf Spezialisierungs- und Managementstrategie, Gründungs- und Beendigungsmethode sowie Ausgabeaufschlags- und Ausschüttungsregelungen (§ 15 KAGG).

Die laufende Publizität erfolgt durch den Rechenschaftsbericht, der für jedes Sondervermögen und jedes Geschäftsjahr zu erstellen ist.³⁸⁴ Neben einem Tätigkeitsbericht der Kapitalanlagegesellschaft muß er alle Angaben enthalten, die es den Anlegern ermöglichen, sich ein umfassendes Urteil über die Geschäftstätigkeit und über den Anlageerfolg des Sondervermögens zu bilden. Daher muß er neben einer Vermögensaufstellung, einer Ertrags- und Aufwandsrechnung, Angaben zur Anzahl der umlaufenden Anteile und deren Wert auch eine vergleichende Übersicht der letzten drei Jahre enthalten. Der Rechenschaftsbericht ist spätestens drei Monate nach Ende des Geschäftsjahres im Bundesanzeiger zu publizieren (§ 24a Abs. 1 KAGG).

Zusätzlich ist in der Mitte eines jeden Geschäftsjahres noch ein Halbjahresbericht zu veröffentlichen, der mindestens eine Vermögensaufstellung und diverse Angaben zum Anteilsumlauf und -wert enthalten muß. Nur im Fall von Zwischenausschüttungen ist eine Ertrags- und Aufwandsrechnung zu publizieren. Halbjahresberichte sind spätestens zwei Monate nach dem Stichtag im Bundesanzeiger zu veröffentlichen.

Die Prüfung der Rechenschafts- und Halbjahresberichte hat durch den Abschlußprüfer der Kapitalanlagegesellschaft zu erfolgen.³⁸⁵ Dabei ist sowohl die Einhaltung der KAGG-Normen als auch die der Vertragsbedingungen zu kontrollieren. Das Ergebnis der Prüfung ist mit vollem Wortlaut im Rechenschaftsbericht wiederzugeben (§ 24a Abs. 4 S. 1 - 3 KAGG). Als Kreditinstitute haben Kapitalanlagegesellschaften sowohl die Rechenschafts- als auch die Halbjahresberichte dem BAKred und der Deutschen Bundesbank einzureichen. Zudem sind beide Berichte den Anlegern gratis zur Verfügung zu stellen und

³⁸⁴ Siehe dazu o.V., Fondsberichte, S. 15.

³⁸⁵ Siehe dazu ausführlich Fuchs, Prüfung, S. 175ff.

müssen dem Anlegerpublikum an den im Prospekt angegebenen Stellen zugänglich sein (§ 24a Abs. 3 S. 1 - 3 KAGG).

Obwohl bei Spezialfonds die Rechnungslegung prinzipiell denselben Anforderungen unterworfen ist, ergeben sich konstruktionsbedingte Abweichungen: Beim Verkaufsprospekt entfallen die Angaben zu der Kapitalanlagegesellschaft, den Charakteristika des Sondervermögens, der Depotbank, den Ausgabe- und Rücknahmemodalitäten und der Ertragsverwendung (§ 19 Abs. 7 KAGG). Zudem sind die Vertragsbedingungen im Gegensatz zu den Publikumsfonds nicht durch das BAKred zu genehmigen (§ 15 Abs. 2 S. 1 KAGG). Auch bezüglich der Rechenschaftsberichte ergeben sich Vereinfachungen: So ist einerseits eine vergleichende Übersicht der letzten drei Geschäftsjahre nicht erforderlich, andererseits sind die Halbjahresberichte und die Prüfungsberichte nur auf Verlangen beim BAKred und der Bundesbank einzureichen (§ 24a S. 1 - 2 KAGG). Diese Erleichterungen reflektieren nicht nur die geringere Schutzbedürftigkeit der Spezialfonds-Anleger, sondern führen in deren Interesse auch zu Kostenersparnissen. Zuletzt ist darauf hinzuweisen, daß die Vertragsbedingungen bei Spezialfonds i.d.R. um einen dritten Vertrag, den sog. Rahmen- oder Begleitvertrag ergänzt werden, der die Ausschließlichkeit bzw. Beschränkung der Anteilsemission regelt.³⁸⁶

3.2.2.10 Steuerliche Transparenz

Auf Ebene der Kapitalanlagegesellschaft erfolgt die gängige Besteuerung von Kapitalgesellschaften, d.h. diese unterliegen der Körperschaft- und der Gewerbesteuer nach § 1 Abs. 1 Nr. 1 KStG sowie § 2 Abs. 2 Nr. 2 GewStG.³⁸⁷ Die Verwaltung von Sondervermögen ist jedoch nicht umsatzsteuerpflichtig (§ 4 Nr. 8 Buchst. h UStG).³⁸⁸ Die Gewährleistung des Transparenzprinzips wird aber ausschließlich durch die steuerliche Behandlung des Verhältnisses zwischen Sondervermögen und Anleger geregelt:

³⁸⁶ Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 93.

³⁸⁷ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 771, Rz. 180.

³⁸⁸ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 771, Rz. 181. Allerdings sind bestimmte Tätigkeiten der Depotbank umsatzsteuerpflichtig, so bspw. die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren und der Versand der Fondsberichte.

Auf Ebene des Sondervermögens findet keine materielle Besteuerung statt. Dennoch haben die Sondervermögen die Stellung eigenständiger Steuersubjekte im Rahmen der Körperschaft- und Gewerbesteuer, da sie nach § 38 Abs. 1 S. 1 KAGG als Zweckvermögen i.S. des § 1 Abs. 1 Nr. 5 KStG definiert sind.³⁸⁹ Allerdings sind sie durch § 38 Abs. 1 S. 2 KAGG vorbehaltlich der Regelung des § 38a KAGG (Ausgleichsteuer) von den o.g. Steuern befreit (gesetzliche Fiktion).³⁹⁰ Die mit der Steuerbefreiung angestrebte steuerliche Transparenz bedeutet in der Praxis, „daß nach der gesetzlichen Konzeption die ver einnahmten Fondserträge durch das Fondsvermögen steuerneutral durchgeschleust werden und deren Besteuerung ausschließlich auf Ebene der Anleger stattfindet.“³⁹¹

Dies wird grundsätzlich dadurch gewährleistet, daß dem Sondervermögen die von inländischen Kapitalgesellschaften einbehaltene Körperschaftsteuer auf Antrag vergütet (§ 38 Abs. 2 KAGG) und die von inländischen Dividendererträgen einbehaltene Kapitalertragsteuer von 25% (und der darauf derzeit erhobene Solidaritätszuschlag von 5,5%) durch Anrechnung erstattet wird (§ 38 Abs. 3 KAGG).

AG:		Fonds-Anleger:	
Gewinn vor KSt	100,00	Auszahlung an Fonds-Anleger	52,50
- KSt-Belastung (45%)	- 45,00	+ KSt-Anrechnung (30%)	+ 30,00
+ KSt-Red. / Ausschüttung (15%)	+ 15,00	+ KEST-Anrechnung (25% v. 70)	+ 17,50
= höchstmögliche Ausschüttung	70,00	= Einkünfte aus Kapitalvermögen	100,00
- KEST-Belastung (25% v. 70)	- 17,50	- EST-Belastung (40%)	- 40,00
= Auszahlung an Depotbank	52,50	= Einnahmen aus Kapitalvermögen	60,00

Aktienfonds:	
Auszahlung an Depotbank	52,50
+ KSt-Vergütung (30%)	+ 30,00
+ KEST-Vergütung (25% v. 70)	+ 17,50
= höchstmögliche Ausschüttung	100,00
- Ausgleichsteuer / Ausschüttung	- 30,00
= Auszahlung an Fonds-Anleger	70,00

Abbildung 19: Beispiel zur Wirkung des Transparenzprinzips bei Aktienfonds³⁹²

³⁸⁹ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 38, Rz. 7; Carl / Förster, Recht, S. 127.

³⁹⁰ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 127.

³⁹¹ Böller / Linner / Otto, Besteuerung, S. 3.

³⁹² Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 38, Rz. 23; Carl / Förster, Recht, S. 132; Böller / Linner / Otto, Besteuerung, S. 4.

Abbildung 19 verdeutlicht das Transparenzprinzip am Beispiel eines Aktienfonds (ohne Berücksichtigung des befristeten Solidaritätszuschlags). Im Ergebnis wird der Gewinn lediglich mit dem jeweiligen Steuersatz des Anlegers - hier 40% - belastet, d.h. der Fondsanleger wird steuerlich wie ein Direktanleger (Aktionär) behandelt. Dennoch sind auf Ebene des Sondervermögens folgende Abweichungen vom Transparenzprinzip festzustellen:³⁹³

- Innerhalb des Fonds realisierte Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren und Bezugsrechten unterliegen keiner Spekulationsfrist (§ 40 Abs. 1 S. 1 KAGG). Dagegen sind bei der Direktanlage in Wertpapieren die Veräußerungsgewinne zu versteuern, sofern sie binnen der sechsmonatigen Spekulationsfrist erzielt wurden (§ 22 EStG i.V.m. § 23 Abs. 1 S. 1 Nr. 1b EStG).
- Bei Ausschüttung oder Thesaurierung inländischer Dividendenerträge durch das Sondervermögen entfällt der bei Direktanlegern in diesen Fällen i.d.R. eingreifende Kapitalertragsteuerabzug (§ 39 Abs. 2 KAGG).
- Hinsichtlich ausländischer Quellensteuern können sich bei Investmentfonds nicht nur deutliche Vereinfachungen, sondern auch steuerliche Vorteile im Vergleich zur Direktanlage ergeben.³⁹⁴

Als Grundlage der Besteuerung auf Ebene der Anleger hat die Kapitalanlagegesellschaft für das Sondervermögen das steuerliche Einkommen und das Vermögen festzustellen, indem die innerhalb des Geschäftsjahres erwirtschafteten Einkünfte durch Gegenüberstellung der zugeflossenen Einnahmen mit den entsprechend verauslagten Werbungskosten ermittelt werden.³⁹⁵ Darüber hinaus hat die Kapitalanlagegesellschaft eine Reihe weiterer Pflichten im Rahmen der Besteuerung zu erfüllen (z.B. Anmeldung von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag bzw. Körperschaftsteuer) und kann in ihrem Namen bestimmte Rechte geltend machen (z.B. Anträge auf Erstattung bzw. Vergütung in- und ausländischer Quellensteuern bzw. Steuerguthaben).³⁹⁶

³⁹³ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 37a, Rz. 11ff.; Böltner / Linner / Otto, Besteuerung, S. 5ff.

³⁹⁴ Siehe dazu Böltner / Linner / Otto, Besteuerung, S. 7.

³⁹⁵ Vgl. Böltner / Linner / Otto, Besteuerung, S. 3.

³⁹⁶ Vgl. Böltner / Linner / Otto, Besteuerung, S. 3.

Auf Ebene des Anlegers ist hinsichtlich der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuerpflicht zwischen den Veräußerungsgewinnen aus der Rückgabe bzw. dem Verkauf von Fondsanteilen und der Besteuerung der durch den Fonds erzielten Einnahmen zu unterscheiden. Veräußerungsgewinne aus der Rückgabe bzw. dem Verkauf von Fondsanteilen sind im Privatvermögen nach Ablauf der sechsmonatigen Spekulationsfrist steuerfrei, während sie im Betriebsvermögen steuerpflichtig sind.³⁹⁷ Dagegen besteht hinsichtlich der im Fonds erzielten Einnahmen eine in sich gegliederte Steuerpflicht, bei der nach Privat- und Betriebsvermögen sowie nach Ausschüttung und Thesaurierung zu unterscheiden ist (Abbildung 20).

	Privatvermögen	Betriebsvermögen
I. Ausschüttung		
Dividenden- und Zinseinnahmen	Ja	Ja
Ertragsausgleich	Ja	Ja
Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Ja
II. Thesaurierung		
Dividenden- und Zinseinnahmen	Ja	Ja
Ertragsausgleich ¹⁾	Ja	Ja
Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Nein ²⁾

¹⁾ Der auf steuerfreie Erträge entfallende Anteil des Ertragsausgleichs ist steuerfrei.
²⁾ Bei späterer Ausschüttung (Entnahme aus Vortrag) sind diese Einnahmen zu versteuern.

Abbildung 20: Steuerpflicht der Einnahmearten von Wertpapierfonds³⁹⁸

Bei Fondsanteilen im Privatvermögen sind Dividenden- und Zinseinnahmen als Einkünfte aus Kapitalvermögen steuerpflichtig (§ 39 Abs. 1 KAGG i.V.m. § 29 EStG), unabhängig davon, ob sie ausgeschüttet oder thesauriert wurden.³⁹⁹ Im Falle der Ermittlung eines Ertragsausgleichs - durch den sämtliche während des Fondsgeschäftsjahres erwirtschafteten Erträge erfaßt werden, die nicht zur Kostendeckung dienen - unterliegt dieser ebenfalls der Besteuerung.⁴⁰⁰

³⁹⁷ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 772, Rz. 186.

³⁹⁸ In Anlehnung an Alda, Offene Immobilienfonds, S. 557.

³⁹⁹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 774, Rz. 191f.

⁴⁰⁰ Den Ertragsausgleich müssen Käufer von Anteilscheinen mit dem Ausgabepreis mitbezahlen, während er Verkäufern als Teil des Rückgabepreises vergütet wird. Dadurch sollen Schwankungen im Verhältnis zwischen den Fondserträgen und dem Fondsvermögen ausgeglichen werden, denn sonst würden hohe Nettomittelzuflüsse den Anteil der Erträge am Inventarwert verringern (Ertragsverwässerung durch Anteilemission) und vice versa (Vgl. Mol, Investmentfonds-ABC, S. 88f.).

Von den erzielten Erträgen werden die gegenüberstehenden Kosten abgezogen, wobei sich deren Art und Umfang am Werbungskostenbegriff bei Einkünften aus Kapitalvermögen orientiert.⁴⁰¹ Durch den Fonds erzielte Veräußerungsgewinne sind unabhängig von der zugrundeliegenden Haltedauer bei Ausschüttung steuerfrei, da sie nach § 40 Abs. 1 S. 1 KAGG keiner Spekulationsfrist unterliegen.⁴⁰² Bei Thesaurierung der Veräußerungsgewinne können diese durch Rückgabe bzw. Verkauf der Fondsanteile steuerfrei realisiert werden, sofern die Fondsanteile länger als sechs Monate (Spekulationsfrist) gehalten wurden.⁴⁰³

Bei Fondsanteilen im Betriebsvermögen sind die laufenden Erträge entweder als Einkünfte aus Gewerbebetrieb (§ 2 Abs. 1 Nr. 2, § 15 EStG), selbständiger Arbeit (§ 2 Abs. 1 Nr. 3, § 18 EStG) oder Land- und Forstwirtschaft (§ 2 Abs. 1 Nr. 1, § 13 EStG) zu versteuern.⁴⁰⁴ Innerhalb des Fonds erzielte Wertpapier-Veräußerungsgewinne sind bei Ausschüttung als Betriebseinnahmen unmittelbar steuerpflichtig (§ 40 Abs. 1 S. 1 KAGG). Im Fall der Thesaurierung sind die erzielten Veräußerungsgewinne jedoch erst zum Zeitpunkt des Verkaufs des Fondsanteils zu versteuern.⁴⁰⁵

Als Besteuerungsgrundlage im Fall der Ausschüttung hat die Kapitalanlagegesellschaft nach § 41 Abs. 1 KAGG die Anleger über deren Zusammensetzung detailliert zu informieren. Neben der Höhe der Ausschüttung und der darin enthaltenen Zinserträge, Veräußerungsgewinne, etc. ist der Anteil und Betrag der Körperschaftsteueranrechnung oder -vergütung, der Anteil und Betrag der Kapitalertragsteueranrechnung oder -erstattung sowie der Betrag der nach § 34c EStG anrechen- und abziehbaren ausländischen Steuern zu veröffentlichen.

Die Fondserträge unterliegen der Zinsabschlagsteuer, unabhängig davon, ob sie im Privat- oder Betriebsvermögen erfaßt werden und ob Ausschüttung oder

⁴⁰¹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 774, Rz. 192.

⁴⁰² Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 777, Rz. 198.

⁴⁰³ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 130.

⁴⁰⁴ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 778, Rz. 199.

⁴⁰⁵ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 134.

Thesaurierung vorliegt.⁴⁰⁶ Die Höhe der Zinsabschlagsteuer beträgt 30% und 35% bei Tafelgeschäften; durch den (derzeitigen) Solidaritätszuschlag von 5,5% beläuft sich der Zinsabschlag allerdings auf 31,65% bzw. 36,93%. Der Zinsabschlag ist materiell vergleichbar einer Kapitalertragsteuer, entsprechend dem Steuerabzug bei anderen Kapitalerträgen (Abbildung 21).⁴⁰⁷

	ZAST (30% / 35%) Besteuerung v. Ausschüttung & Thesaurierung	Zwischengewinn Besteuerung v. „unterjährigen“ Fondserträgen
Dividenden	Nein	Nein
Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren	Ja	Ja
Zinsen aus Bankguthaben		
– Inländische Zinsen	Ja	Ja
– Ausländische Zinsen	Nein	Ja
Veräußerungsgewinne aus Wertpapieren und Bezugsrechten an Kapitalgesellschaften	Nein	Nein
Gewinne aus Optionen, Finanzterminkontrakten und Kurssicherungsgeschäften	Nein	Nein
Andere Erträge (z.B. Erstattung ausländischer Quellensteuer, HV-Prämien)	Nein	Nein

Abbildung 21: Besteuerung der Investmenterträge von Wertpapierfonds⁴⁰⁸

Der Zinsabschlag erfaßt nach § 38b Abs. 1 KAGG (i.V.m. einer Reihe anzuwendender Vorschriften des EStG) die in den Fondserträgen enthaltenen Zinsen aus Anleihen, Forderungen und Guthaben, Erträge aus Wandelanleihen, Gewinnobligationen und rentenähnlichen Genußrechten, ausländische Erträge aus Anleihen, Forderungen und Guthaben, in- und ausländische Stückzinsen sowie Erträge aus auf- und abgezinsten Wertpapieren bzw. Geldmarktpapieren.⁴⁰⁹ Nicht erfaßt werden Aktienerträge, da diese Erträge mit einer 30%-igen Körperschaftsteuer belastet sind (§ 39 Abs. 2 KAGG i.V.m. § 38a KAGG) sowie insbesondere Erträge aus Commercial Papers (sofern das emittierende Kreditinstitut keine inländische Bank ist) und Bankzinsen, die von Kreditinstituten mit Sitz im Ausland bzw. der ausländischen Zweigstelle eines inländischen Kreditinstitutes geschuldet werden.

⁴⁰⁶ Vgl. hierzu und zum folgenden Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 775, Rz. 194.

⁴⁰⁷ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 126.

⁴⁰⁸ In Anlehnung an Alda, Offene Immobilienfonds, S. 560.

⁴⁰⁹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 775, Rz. 194.

Der Zinsabschlag wird durch die jeweilige Zahlstelle vorgenommen, wobei sich hinsichtlich des Procederes zwischen ausschüttenden, teil-thesaurierenden und thesaurierenden Fonds Unterschiede ergeben.⁴¹⁰ Da der Zinsabschlag auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer angerechnet werden kann,⁴¹¹ hat er lediglich Vorauszahlungscharakter.

Außerdem erfaßt der Zinsabschlag auch die Zwischengewinne (Abbildung 21), d.h. die seit der letzten Ausschüttung oder Thesaurierung erzielten Erträge sowie die noch nicht fälligen Ertragsansprüche, die im Rücknahmepreis enthalten sind (§ 39a Abs. 1 a, § 37c, § 43a, § 49 KAGG).⁴¹² Steuerpflichtig sind insbesondere Zinsen aus Bankguthaben, festverzinslichen Wertpapieren und Stückzinsen, rechnerische Erträge aus der Veräußerung oder Abtretung von ab- und aufgezinsten Wertpapieren sowie Erträge aus Finanzinnovationen nach § 20 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. a - d EStG.⁴¹³

Die Zwischengewinnbesteuerung verhindert, daß private Fondsanleger bei ausschüttenden Fonds vor dem Ausschüttungszeitpunkt oder bei thesaurierenden Fonds vor dem Zeitpunkt, zu dem der Zufluß fingiert ist, durch Rückgabe bzw. Verkauf ihres Fondsanteils die aufgelaufenen Zwischengewinne steuerfrei realisieren können.⁴¹⁴ Dieser Besteuerungsvorteil im Vergleich zur Direktanlage wurde erst 1994 im Rahmen der Einführung der Zinsabschlagsteuer durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz eliminiert.⁴¹⁵ Dennoch bieten Fondsbeleihungen auch auf Anlegerebene weiterhin steuerliche Vorteile im Vergleich zur Direktanlage:⁴¹⁶

- Ausgeschüttete Fondserträge werden beim Fondsanleger ein Jahr später als beim Direktanleger versteuert, wenn die Ausschüttung der Fondserträge in ein anderes Kalenderjahr als deren Vereinnahmung fällt (steuerliches Zuflußprinzip, § 11 Abs. 1 S. 1 EStG).

⁴¹⁰ Siehe dazu ausführlich Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 776, Rz. 196.

⁴¹¹ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 135.

⁴¹² Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 772, Rz. 187.

⁴¹³ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 772, Rz. 187.

⁴¹⁴ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 779, Rz. 204.

⁴¹⁵ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 136.

⁴¹⁶ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 37a, Rz. 11; Böltner / Linner / Otto, Besteuerung, S. 5ff.

- Thesaurierte Fondserträge werden beim Fondsanleger u.U. später als beim Direktanleger versteuert, wenn das Geschäftsjahr des Fonds vom Kalenderjahr abweicht (gesetzliche Zuflußfiktion, § 39 Abs. 1 S. 2 KAGG).

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die Abweichungen vom Prinzip steuerlicher Transparenz überwiegend positiven Charakter haben und keine Nachteile für Fondsanleger mit sich bringen.⁴¹⁷ Besonders für Privatanleger ist die Beteiligung an Fonds in einigen Sachverhalten gegenüber der Direktanlage steuerlich vorteilhaft. Daraus ergaben sich wesentliche Impulse für den Erfolg der Investmentfonds und der Umsetzung der damit verbundenen kapitalmarkt-, sozial- und finanzierungspolitischen Ziele.⁴¹⁸

3.2.3 Angebotsanalyse

3.2.3.1 Übersicht

Die Offenen Wertpapierfonds haben sich seit 1950 erheblich weiterentwickelt und zeichnen sich mittlerweile durch ein vielfältiges Angebot aus. Da der in Abbildung 22 dargestellte Bezugsrahmen als Grundlage für die nachfolgende anlegerorientierte Analyse dienen soll, wurden die Differenzierungskriterien Anlagespektrum und -volumina, Spezialisierungs- und Managementstrategie, Ausgabeaufschlag- und Ausschüttungsregelung, Gründungs- und Laufzeitmodalitäten sowie Anlegerspektrum und -volumina benutzt. Im Rahmen dieser Systematik ist zu beachten, daß sich die einzelnen Ausprägungen i.d.R. beliebig kombinieren lassen, obwohl teilweise Interdependenzen zwischen den einzelnen Ausprägungen bestehen.

⁴¹⁷ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 37a, S. 13, Rz. 17.

⁴¹⁸ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 37a, S. 13, Rz. 17.

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Aktienfonds	Rentenfonds	<ul style="list-style-type: none"> • Gemischte Fonds • Geldmarktfonds
Anlagevolumina	Aktienfonds	Rentenfonds	<ul style="list-style-type: none"> • Gemischte Fonds • Geldmarktfonds
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Managementstrategie	Fixed Type (Passive Anlagepolitik)	Flexible Type (Aktive Anlagepolitik)	Semi-Flexible Type
Gründungsmethode	Cash Method (erst Kapitalbeschaffung)	Appropriation Method (erst Kapitalanlage)	Teilrealisierungen
Beendigungsmethode	Fonds ohne Laufzeitbegrenzung	Laufzeitfonds	Garantiefonds
Ausgabeaufschlagregelung	Load-Fonds (mit Ausgabeaufschlag)	No Load-Fonds (ohne Ausgabeaufschlag)	Low Load-Fonds (min. Ausgabeaufschlag)
Ausschüttungsregelung	Distributive Fonds (volle Ausschüttung)	Thesaurierende Fonds (keine Ausschüttung)	Kumulative Fonds (Ertragsausschüttung)
Anlegerspektrum	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen
Anlegervolumina	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen

Abbildung 22: Übersicht der Analyse des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

3.2.3.2 Anlagespektrum

Da über das Wertpapier-Investment anschließend nur ein kompakter Überblick gegeben werden soll, werden die Anlagemöglichkeiten der Wertpapierfonds nur in ihren Grundzügen umrissen, d.h. auf die Erörterung der genauen Anlagergrenzen wird weitgehend verzichtet.

Das Anlagespektrum der Aktienfonds setzt sich ausschließlich oder überwiegend aus Aktien, Optionsscheinen sowie Optionen und Futures auf Aktien bzw. Aktienindices zusammen.⁴¹⁹ Traditionell werden Aktienfonds im Hinblick auf die geographische Ausrichtung in Fonds mit Schwerpunkt Deutschland und Fonds mit internationalem Schwerpunkt unterschieden.⁴²⁰ Dagegen besteht das Anlagespektrum der Rentenfonds aus Anleihen der öffentlichen Hand, Pfandbriefen, Kommunalobligationen / Öffentlichen Pfandbriefen, Kassenobligationen, Bankschuldverschreibungen, Industrieanleihen, Optionsanleihen, Wan-

⁴¹⁹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 718, Rz. 27; Ochner, Aktienfonds, S. 36.

⁴²⁰ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 26.

delanleihen, DM-Auslandsanleihen und Fremdwährungsanleihen.⁴²¹ Auch Rentenfonds werden primär nach den Anlageschwerpunkten Deutschland und Ausland differenziert. Die Gemischten Fonds kombinieren das Anlagespektrum der Aktien- und Rentenfonds. Je flexibler deren vertragliche Grenzen sind, um so mehr Möglichkeiten bestehen zur Verschiebung der Vermögensstruktur in Abhängigkeit von der Marktentwicklung.⁴²² Abgerundet wird das Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften durch Geldmarktfonds. Da der Handel im Geldmarkt überwiegend mit Tagesgeld, Monatsgeld oder bis zu einjährigen Termingeldern stattfindet,⁴²³ liegt die durchschnittliche Laufzeit des Portfolios i.d.R. zwischen einem und drei Monaten.⁴²⁴

3.2.3.3 Anlagevolumina

Die Marktentwicklung des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften ab 1993 lässt sich bei den unterschiedlichen Fondstypen folgendermaßen zusammenfassen:⁴²⁵ Während Aktienfonds bis vor einigen Jahren ein „Schattendasein“⁴²⁶ führten, kam es in den letzten Jahren durch die niedrigen Zinsen und die starke Performance der Aktienmärkte zu einem erheblichen Anstieg der Fondsanzahl und der Fonds volumina (Abbildung 23).⁴²⁷

⁴²¹ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 719, Rz. 29; Behrenwaldt, Rentenfonds, S. 1626.

⁴²² Vgl. Laux / Pässler, Wertpapier-Investmentfonds, S. 81f.

⁴²³ Vgl. Zeyer, Geldmarktfondsanlagen, S. 32.

⁴²⁴ Vgl. Solms, Geldmarktfonds, S. 859.

⁴²⁵ Siehe für eine Darstellung der Marktentwicklung von 1980 bis 1988 Deutsche Bundesbank (Investmentsparen, S. 32ff.) und von 1989 bis 1993 Deutsche Bundesbank (Investmentzertifikaten, S. 49ff.).

⁴²⁶ Strenger, Publikumswertpapierfonds, S. 33.

⁴²⁷ Vgl. dazu Zeyer, Akzeptanz, S. 26; BVI, Investment 97, S. 10f.

Jahr	Publikumsfonds			Spezialfonds		
	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)
1993	156	33.655	216	141	17.882	127
1994	187	40.963	219	172	19.077	111
1995	192	43.203	225	178	21.142	119
1996	210	53.183	253	199	30.944	156
1997	257	94.579	368	250	56.871	227

Abbildung 23: Entwicklung der Aktienfonds (1993-1997)⁴²⁸

Ende 1997 standen 257 Publikumsfonds mit einem Durchschnittsvolumen von DM 368 Mio. 250 Spezialfonds mit einem Durchschnittsvolumen von ca. DM 227 Mio. gegenüber, d.h. auf die Publikumsfonds entfällt ein Marktanteil von ca. 62%. Trotz des enormen Wachstums der Aktienfonds gelten die Rentenfonds immer noch als die beliebtesten Fonds. Nach wie vor wird mehr Kapital in Rentenfonds investiert als in Aktienfonds.

Dies gilt sowohl für Publikumsfonds als auch für Spezialfonds. Die Präferenz für Rentenfonds wird primär mit deren Sicherheit, Bequemlichkeit und Servicequalität erklärt.⁴²⁹ Auffallend ist hier, daß 269 Publikumsfonds über 1.000 Spezialfonds genüberstanden (Ende 1997). Da das durchschnittliche Anlagevolumen der Spezialfonds (DM 160 Mio.) aber unter dem der Publikumsfonds (DM 458 Mio.) liegt, ist die Differenz der gesamten Fondsvermögen relativ gering. Dies zeigt sich daran, daß die Publikumsfonds einen Marktanteil von ca. 42% einnehmen (Abbildung 24).

Jahr	Publikumsfonds			Spezialfonds		
	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)
1993	207	95.785	463	662	88.157	133
1994	217	93.784	432	756	98.634	130
1995	242	101.985	421	792	119.059	150
1996	257	112.778	439	904	141.179	156
1997	269	123.212	458	1.049	167.708	160

Abbildung 24: Entwicklung der Rentenfonds (1993-1997)⁴³⁰

⁴²⁸ Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 52.

⁴²⁹ Vgl. Behrenwaldt, Rentenfonds, S. 1626; Passow, Chancen, S. 16f.

⁴³⁰ Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 52.

Während Gemischte Fonds als Publikumsfonds von untergeordneter Bedeutung sind,⁴³¹ kommt ihnen bei den Spezialfonds eine dominierende Rolle zu, da institutionelle Anleger deren Flexibilität schätzen: Ende 1997 standen nur 153 Publikumsfonds mit einer Kapitalisierung von ca. DM 17 Mrd. knapp 2.200 Spezialfonds mit einem Volumen von ca. DM 326 Mrd. gegenüber. Die durchschnittlichen Fonds-volumina unterscheiden sich allerdings nur gering, da sie bei Publikumsfonds DM 111 Mio. und bei Spezialfonds DM 149 Mio. betragen (Abbildung 25).

Jahr	Publikumsfonds			Spezialfonds		
	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)
1993	107	8.297	77	1.395	126.176	90
1994	112	10.952	98	1.560	135.931	87
1995	130	10.878	84	1.642	165.841	101
1996	135	12.400	92	1.840	221.091	120
1997	153	17.038	111	2.190	325.809	149

Abbildung 25: Entwicklung der Gemischten Fonds (1993-1997)⁴³²

Ähnlich wie bei den Gemischten Fonds die Spezialfonds überwiegen, treten bei den Geldmarktfonds die Publikumsfonds besonders hervor (Abbildung 26).

Jahr	Publikumsfonds			Spezialfonds		
	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio. DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio. DM)
1994	24	31.274	1.303	--	--	--
1995	30	38.244	1.275	2	872	436
1996	35	33.928	969	2	107	54
1997	37	29.326	793	3	229	76

Abbildung 26: Entwicklung der Geldmarktfonds (1993-1997)⁴³³

Die Dominanz der Publikumsfonds erklärt sich daraus, daß Geldmarktfonds v.a. Kleinanlegern die Möglichkeit geben, am risikoarmen Geldmarktbereich zu partizipieren, der sonst nur den institutionellen Großinvestoren vorbehalten ist.⁴³⁴

⁴³¹ Vgl. Zeyer, Gemischten Fonds, S. 36.

⁴³² Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 52.

⁴³³ Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 52.

⁴³⁴ Vgl. Gerke, Investmentsparen, S. 1035.

Daher existierten Ende 1997 neben den 37 Publikumsfonds nur 3 Spezialfonds, d.h. die Publikumsfonds halten praktisch einen Marktanteil von ca. 100%. Die Geldmarktfonds stellen als jüngste Fondsgattung mit einem Gesamtvolumen von knapp DM 30 Mrd. (Ende 1997) den kleinsten Fondsmarkt dar.

Wie diese Kurzdarstellung verdeutlicht, zeichnet sich das Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften durch eine umfassende, konzeptionelle Vielfalt und eine entsprechend große Anzahl von Fonds aus. Dieser Sachverhalt spiegelt sich nicht zuletzt darin wider, daß die durchschnittlichen Fonds-volumina relativ gering sind.

3.2.3.4 Spezialisierungsstrategie

Bis zum Jahr 1983 verfügten die meisten Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften i.d.R. nur über ein Standardsortiment, d.h. potentiellen Anlegern wurde „je ein Aktienfonds mit Schwerpunkt Deutschland und Ausland und je ein Rentenfonds mit Schwerpunkt Deutschland und Ausland angeboten.“⁴³⁵ Nur wenige Kapitalanlagegesellschaften differenzierten innerhalb dieser Palette geringfügig. Für diese standardisierten Fondsprodukte haben sich die Bezeichnungen Standardfonds, vereinzelt auch Basis- oder Globalfonds, etabliert.⁴³⁶ Durch den Erwerb eines Standardfonds strebt der Investor eine möglichst breite Risikostreuung innerhalb des jeweiligen Fondstyps an. Er delegiert alle Anlageentscheidungen an das Fondsmanagement, das die Anlagepolitik nach Diversifikationskriterien wie Standort, Markt, Größe, Management, etc. ausrichtet. Das Angebot der Standardfonds spricht daher Anleger an, die für ihre Kapitalanlage - in der jeweiligen Anlage- bzw. Fondskategorie - eine Komplettlösung anstreben, d.h. das Fondsmanagement löst für Investoren das „Kapitalanlage-Puzzle“ (Abbildung 27, linke Hälfte).

⁴³⁵ Mühlbradt, Kapitalanlagegesellschaften, S. 332.

⁴³⁶ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 26.

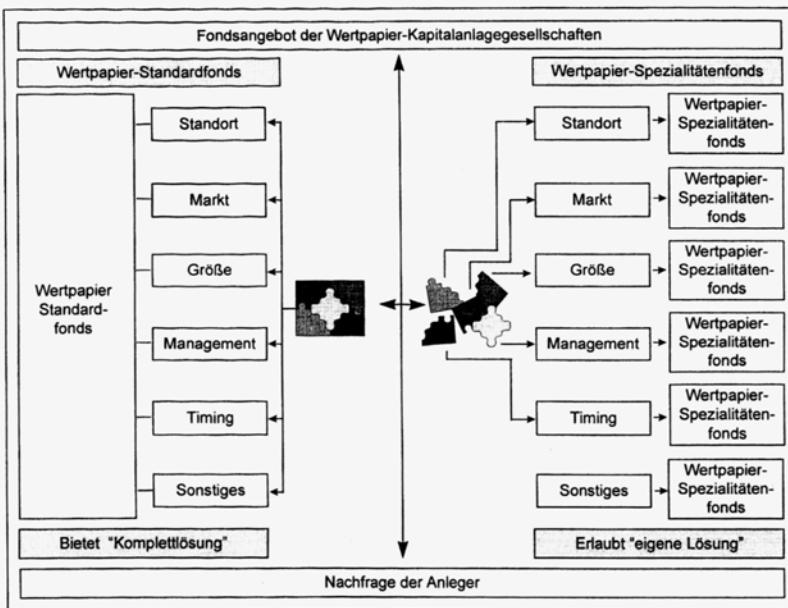


Abbildung 27: Differenzierung des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften in Standard- und Spezialitätenfonds

Erst ab 1983 begannen Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften damit, Investmentfonds anzubieten, die eine spezialisierte Anlagepolitik verfolgten und deshalb als Spezialitätenfonds⁴³⁷ bezeichnet wurden.⁴³⁸ Da sich diese Fonds grosser Nachfrage auf der Anlegerseite erfreuen, werden immer mehr spezialisierte Fondsprodukte kreiert, wobei der Spezialisierungsgrad tendenziell zunimmt.⁴³⁹ Der Anleger strebt zwar Risikostreuung an, nimmt jedoch eine Risikokonzentration auf das jeweilige Spezialitätensegment in Kauf, weil er sich davon eine Er-

⁴³⁷ Da seinerzeit die „Spezialfonds“ jedoch noch nicht unter diesem Namen im KAGG geregelt wurden (erst ab 1990), war eine eindeutige Begriffsabgrenzung nicht gegeben, so daß Spezialitätenfonds von verschiedenen Autoren als „Spezialfonds“ bezeichnet wurde. Diese Begriffsauffassung lässt sich aber bis in die Investmentliteratur der 30-er Jahre zurückverfolgen. So verwendet bspw. Bichsel (Investment-Trusts, S. 39) die Bezeichnung „Spezialtyp“ für „Spezialitätenfonds“.

⁴³⁸ Vgl. BVI, Investment 92, S. 55; Pässler, Investmentsparen, S. 16f.; Baur, Investmentgesetze, S. 10, Rz. 16.

⁴³⁹ Vgl. kritisch dazu Narat, Spezialität, S. 25.

höhung der Chancen verspricht. Auf diese Weise kann er unter Berücksichtigung von Diversifikationskriterien wie bspw. verschiedenen Anlagestandorten oder Marktsegmenten ein eigenes „Fondsportfolio“ aufbauen, das seinen individuellen Anlagezielen entspricht. Bei den Spezialitätenfonds handelt es sich somit um eine Weiterentwicklung der klassischen Investmentidee, da diese sich als Portfoliobausteine einer individuellen Anlagestrategie einsetzen lassen.⁴⁴⁰ Die Spezialitätenfonds richten sich daher an Anleger, die eine „eigene Lösung“ anstreben, indem sie selbst auf das „Kapitalanlage-Puzzle“ Einfluß nehmen (Abbildung 27, rechte Hälfte).

Das Verhältnis zwischen Spezialitäten- und Standardfonds ist jedoch nicht als Konkurrenzverhältnis zu sehen. Da Spezialitätenfonds überwiegend als Ergänzung zu Standardfonds eingesetzt werden, kommt ihnen primär eine komplementäre Funktion zu. Insofern sind die beiden in Abbildung 27 dargestellten Alternativen gewissermaßen als extreme Ausprägungen der Kapitalanlage durch Investmentfonds anzusehen, die sich zweckmäßig kombinieren lassen.

Diese Produktdifferenzierung spiegelt die Ausdehnung des Anlegerpublikums wider, denn das ursprüngliche Angebot von Standardfonds für Kleinanleger wird sukzessive durch das Angebot von Spezialitätenfonds für die verschiedensten Anlegergruppen erweitert. Damit wird den Anforderungen des immer grösser und anspruchsvoller werdenden Anlegerpublikums Rechnung getragen, das zwar gezielt in bestimmte Marktsegmente investieren will, sich aber gleichzeitig des professionellen Portfoliomanagements und der umfassenden Serviceleistungen der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften bedient.⁴⁴¹ Diese Spezialitätenfonds wurden jedoch nicht nur in Form von Publikumsfonds aufgelegt, sondern auch als Spezialfonds konzipiert.

⁴⁴⁰ Vgl. Boyd, Spezialitätenpublikumsfonds, S. 133; o.V., Spezialitätenfonds, S. 25.

⁴⁴¹ Vgl. Mathes, Kapitalanlagegesellschaften, S. 1076; Gode, Investment-Marketing, S. 102; Passow, Chancen, S. 19f.; Strenger, Publikumswertpapierfonds, S. 35.

Insbesondere bei Aktienfonds hat die Investmentbranche ein breites Spektrum an Spezialitätenfonds entwickelt.⁴⁴² Nach dem Kriterium Standort, d.h der geographischen Fokussierung, lassen sich Regionenfonds (z.B. Europa, Nordamerika oder Asien) und Länderfonds (z.B Großbritannien, USA oder Japan) unterscheiden.⁴⁴³ Insofern wären letztere als spezialisierte Regionenfonds anzusehen. Diese Fonds unterliegen generell dem Währungsrisiko sowie dem Risiko der regionalen bzw. nationalen Wirtschaftsentwicklung. Wegen dieses doppelten Risikos sind diese Fonds oft durch starke Zyklizität gekennzeichnet. Daneben lässt sich die Anlagepolitik eines Aktienfonds auch auf bestimmte Zielsektoren und -branchen der Wirtschaft ausrichten. In bezug auf die Sektoren bietet sich bspw. eine Differenzierung in Rohstofffonds (Primärer Sektor, bspw. Energie und Erze), Industriefonds (Sekundärer Sektor, bspw. Industrie und Technologie) und Dienstleistungsfonds (Tertiärer Sektor, bspw. Banken und Hotels) an. Branchenfonds sind noch spezifischer angelegt, da sie gezielt in Wirtschaftszweige wie bspw. die Telekommunikationsindustrie investieren.⁴⁴⁴ Wegen der starken Abhängigkeit von Branchenzyklen sind sie i.d.R. durch ein höheres Risiko charakterisiert.⁴⁴⁵ In bezug auf die Unternehmensgröße werden Spezialitätenfonds aufgelegt, die sich auf verschiedene Größenklassen konzentrieren; dabei lassen sich i.d.R. folgende Fondstypen gegeneinander abgrenzen: Blue-Chip Fonds (Indexwerte bzw. Großunternehmen)⁴⁴⁶, Mid-Cap Fonds (Midsize Capitalization bzw. Mittelgroße Unternehmen) und Small-Cap

⁴⁴² In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, daß diese Produktdifferenzierung ursprünglich nicht angebots-, sondern nachfrageinduziert war. Bezeichnend dazu die Feststellung der Deutschen Bundesbank (Investmentsparen, S. 37) aus dem Jahr 1988: „Die Investmentgesellschaften reagierten auf das schwindende Interesse des Anlegerpublikums an den klassischen Aktienfonds mit breit gestreuten Portefeuilles, indem sie verstärkt Spezialitätenfonds anboten.(...) Sie bieten damit eine 'spekulative' Alternative zu den klassischen Fondstypen mit breiter Risikostreuung und durchschnittlichen Erträgen.“

⁴⁴³ Vgl. BVI, Investment 92, S. 56f.; Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 66.

⁴⁴⁴ Die Abgrenzung und Klassifizierung dieser Fonds untereinander ist relativ schwierig, da der Spezialisierungsgrad der einzelnen Fonds sehr hoch sein kann. So gibt es bspw. innerhalb der „Technologiefonds“ einzelne Fonds, die als „Medienfonds“ vertrieben werden.

⁴⁴⁵ Vgl. o.V., Spezialitätenfonds, S. 25.

⁴⁴⁶ Nach Frohns (Blue Chips, S. 106) stammt die Bezeichnung Blue-Chip ursprünglich aus den US-Spielcasinos, da die teuersten Chips beim Pokerspiel immer blau waren. Ursprünglich wurden nur die 30 Industriewerte des Dow-Jones-Index damit bezeichnet, während mittlerweile auch andere Branchen im Index vertreten sind. Zudem werden auch die jeweiligen Indexwerte anderer Börsen als Blue-Chips bezeichnet (Vgl. Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 123f.).

Fonds (Small Capitalization bzw. Nebenwerte).⁴⁴⁷ Da sich Standardfonds oftmals auf Großunternehmen beschränken, wird deutlich, daß insbesondere Mid- und Small-Cap Fonds zur Diversifikation beitragen können.⁴⁴⁸ Die Probleme dieses Marktsegments sind jedoch die tendenziell schlechtere Bonität sowie die eingeschränkte Fungibilität. Aktienfonds können sich auch über den Managementstil differenzieren. Hier ist einerseits auf die indexnahen Fonds hinzuweisen, die sich an einem Index orientieren, um Transaktionskosten zu minimieren;⁴⁴⁹ andererseits gibt es auch Aktienfonds mit sehr hohem Umschichtungsvolumen, die auf die Realisierung kurzfristiger Marktchancen ausgerichtet sind. Eine weitere Spezialisierungsvariante liegt im Timing der Fondsplatzierung in Abhängigkeit von Marktveränderungen und -zyklen. So erfolgte bspw. die Auflager des Spezialitätenfonds Tele-Medien der DEKA einen Tag nach dem Börsengang der Telekom.⁴⁵⁰ In diese Kategorie sind auch sämtliche Fonds einzurichten, die als Thema die Einführung des Euro und eine wie auch immer geprägte europäische Ausrichtung haben.⁴⁵¹ Die klassischen Vertreter timing-orientierter Fondskonzepte sind jedoch die Emerging Markets-Fonds, die in aufstrebende Wirtschaftsstandorte investieren, sowie Turnaround-Fonds, deren Anlagepolitik auf Märkte ausgerichtet ist, die eine Krise überwunden haben (sollen). Weitere Möglichkeiten der Spezialisierung ergeben sich im Hinblick auf das Lebenszyklusstadium der aviserten Aktiengesellschaften; hier hat sich die Systematisierung in Stammaktienfonds („common stock funds“, i.d.R. etablierte Unternehmen), konservative Wachstumsfonds („growth funds“, i.d.R. Wachstumswerte) und spekulative Wachstumsfonds („performance funds“, i.d.R. Hoffnungswerte) eingebürgert.⁴⁵² Über diese Spezialisierungskonzepte hinaus

⁴⁴⁷ In Deutschland werden die im DAX enthaltenen Werte i.d.R. als Blue-Chips bezeichnet, während der M-DAX die als Mid-Caps eingeordneten Unternehmen zusammenfaßt. Entsprechend sind die restlichen Werte als Small-Caps zu bezeichnen.

⁴⁴⁸ Vgl. Zeyer, Small Caps, S. 32.

⁴⁴⁹ Vgl. Zeyer, Indexfonds, S. 28.

⁴⁵⁰ Vgl. Zaß, Kapitalanlagegesellschaften, S. 1112.

⁴⁵¹ Vgl. Thielges, Euro, S. 34; Kutscher, Euphorisch, o.S.; Boer, Europa, S. 32.

⁴⁵² Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 6.

gewinnen jedoch auch die Exotenfonds an Bedeutung, die durch eine besondere Anlagephilosophie charakterisiert sind, wie bspw. Ethik-⁴⁵³ oder Ökofonds.⁴⁵⁴

Neben der oben angesprochenen geographischen Differenzierung lassen sich auch bei den Rentenfonds Spezialitätenfonds darstellen. Als Pendant zu den Aktienfonds, die als Regionen- und Länderfonds aufgelegt sind, werden auch Rentenfonds konzipiert, die sich auf Emittenten bestimmter Länder spezialisieren. Allerdings ist dabei nicht so sehr der Standort der Emittenten von Bedeutung, sondern vielmehr der damit verbundene Währungsschwerpunkt bzw. die jeweilige Einzelwährung.⁴⁵⁵ Das Risiko (bzw. die Chancen) des Anlegers steigen daher mit der Volatilität der Wechselkurse. Die Spezialisierung von Rentenfonds hinsichtlich des avisierten Marktsegmentes wird durch die Geldmarktnahen Fonds dominiert, die auch als Geldmarktähnliche Fonds bzw. Kurzläuferfonds bezeichnet werden.⁴⁵⁶ Die Entstehung der Geldmarktnahen Fonds ist als Reaktion der deutschen Kapitalanlagegesellschaften darauf zu sehen, daß seit 1988 Geldmarktfonds in Luxemburg zugelassen wurden und sehr erfolgreich vertrieben werden konnten. Aus diesem Grund wurden durch das 1. Finanzmarktförderungsgesetz 1990 zunächst die Geldmarktnahen Fonds zugelassen, die bis zu 49% ihres Vermögens in Bankguthaben und Geldmarktpapieren anlegen durften (§ 8 Abs. 3 KAGG).⁴⁵⁷ Die Entwicklung der Geldmarktnahen Fonds wurde durch die inverse Zinsstruktur am Geldmarkt Ende der Achtziger Jahre forciert, die es ermöglichte, die höchsten Renditen im Geldmarkt zu erzielen.⁴⁵⁸ Weitere Spezialitätenfonds in bezug auf den Anlagemarkt sind Rentenfonds, die ausschließlich Papiere bestimmter Emittenten erwerben; hervorzuheben sind hier die Staatsanleihen-Fonds, die sich weiter

⁴⁵³ Nach Baur (Investmentgesetze, S. 11, Rz. 17) ergeben sich bei Ethikfonds allerdings einige interessante Probleme. So darf nach Ansicht des BAKred die Bezeichnung „ethisch“ nicht verwendet werden, weil damit die anderen Fonds als „unethisch“ diskriminiert würden. Zudem werden bspw. Probleme bezüglich der Einhaltung „ethischer Grundsätze“ gesehen, da diese durch die Depotbank und die Wirtschaftsprüfer überwacht werden müßten.

⁴⁵⁴ Vgl. Boyd, Spezialitätenpublikumsfonds, S. 134ff.

⁴⁵⁵ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 40. Für eine Darstellung der Bedeutung und Fondsvielfalt am Beispiel von Dollar-Fonds vgl. Zeyer, Dollar-Fonds, S. 34.

⁴⁵⁶ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 49.

⁴⁵⁷ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 730, Rz. 62.

⁴⁵⁸ Vgl. Strenger, Publikumswertpapierfonds, S. 28f.

spezialisieren lassen, indem bspw. nur erstklassige Bonitäten mit bestem Rating erworben werden.⁴⁵⁹ Seit dem 2. Finanzmarktförderungsgesetz sind auch sog. Ein-Emittenten-Fonds bzw. Staatsanleihefonds möglich, die bis zu 100% ihres Fondsvermögens in verschiedenen Wertpapieren eines einzelnen Emittenten anlegen.⁴⁶⁰ Im direkten Gegensatz dazu stehen die sog. „Junk Bond“ Fonds, die in risikobehaftete Anleihen investieren.⁴⁶¹ Darüber hinaus sind die Möglichkeiten der Spezialisierung jedoch sehr begrenzt, da eine Spezialisierung in bezug auf den Managementstil oder das Timing der Anlage kaum in Betracht kommt.

Bei den Gemischten Fonds lassen sich in Analogie zu den Aktien- und Rentenfonds wiederum Inlands- und Auslandsfonds unterscheiden. Relevanter ist hier jedoch die Differenzierung im Hinblick auf die Mischung, die eher auf Kapitalwerterhaltung (sog. Balanced Funds) oder auf Renditeerzielung (sog. Income Funds) ausgerichtet sein kann.⁴⁶² Zu den Spezialitätenfonds sind ferner Genußscheinfonds oder Options- und Wandelanleihenfonds zu zählen.⁴⁶³

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, daß die Abgrenzung zwischen Standard- und Spezialitätenfonds nicht immer eindeutig ist, und sich gewisse Spezialitätenfonds durch gesetzliche Änderungen und breite Akzeptanz beim Anlegerpublikum durchaus zu Standardfonds entwickeln können. Gleichzeitig ist festzustellen, daß Standardfonds auch mit einem bestimmten Spezialitätenanteil ausgestattet sein können. Diese Anlageschwerpunkte verleihen jedem Fonds ein eigenständiges Profil und sollen letztendlich dazu dienen, die Performance im Vergleich zu den vielen ähnlichen Fonds aufzubessern. Umgekehrt kann auch oft beobachtet werden, daß Spezialitätenfonds mit einem Standardanteil ausgestattet werden, um das inhärente Risiko zu reduzieren; so beschränken sich bspw. Länder- und Regionenfonds oftmals auf Indexwerte.

⁴⁵⁹ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 42.

⁴⁶⁰ Vgl. Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 720, Rz. 32a.

⁴⁶¹ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 42.

⁴⁶² Vgl. Carl / Förster Recht, S. 9.

⁴⁶³ Vgl. Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 45f.

3.2.3.5 Managementstrategie

Beim sog. Fixed Type („rigid oder non-discretionary type“) wird die Anlagepolitik der Fondsverwaltung maßgebend vorab festgelegt,⁴⁶⁴ d.h. die Aufgaben des Fondsmanagements beschränken sich weitgehend auf die laufende Verwaltung des Sondervermögens, ohne jedoch dessen Struktur zu verändern. Obwohl dieser Fondstyp im Rahmen des KAGG selten ist, würde bspw. ein Spezialfonds, dessen Anlagevolumen und -struktur der Anlageausschluß ex-ante festlegt, diesem Typ entsprechen.

Dagegen räumt der Flexible Type („management oder discretionary type“) dem Fondsmanagement eine weitgehende Dispositionsfreiheit ein, d.h. die Kapitalanlagegesellschaft ist „in ihrer Anlagepolitik beweglich.“⁴⁶⁵ Daher sind innerhalb der gesetzlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen Portfolioumschichtungen möglich. Besonders ausgeprägt ist diese Managementstrategie naturgemäß bei Gemischten Fonds, da hier nicht nur innerhalb der Anlageklassen Aktien und Renten eine Fondssteuerung erforderlich ist, sondern vor allem zwischen den beiden Anlageklassen.

Der Großteil der Wertpapierfonds steht zwischen den beiden o.g. Managementstilen, da i.d.R. beide Formen kombiniert werden, indem ein Teil des Portfolios als Fixed Type verwaltet wird (i.S. eines Kernbestandes) und der verbleibende Teil aktiv gemanagt wird (i.S. eines Handelsbestandes). Wie sich diese Grenzen darstellen, hängt primär von der rechtlichen Ausgestaltung, der Marktverfassung sowie der Mentalität des Fondsmanagements ab. Mit der Umschlagshäufigkeit steigen die Anforderungen an das Fondsmanagement, da Umschichtungen immer Transaktionskosten verursachen, die sich negativ auf die Performance auswirken.⁴⁶⁶

⁴⁶⁴ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 5.

⁴⁶⁵ Tormann, Investmentgesellschaften, S. 17.

⁴⁶⁶ Vgl. Ochner, Aktienfonds, S. 38f.

3.2.3.6 Gründungsmethode

Die Gründung eines Investmentfonds setzt sowohl Kapitalsammel- als auch Kapitalanlagetätigkeit voraus. Je nachdem, welche Aktivität durch die Investmentgesellschaft als erster Schritt in Angriff genommen wird, unterscheidet man die Cash Method und die Appropriation Method. Bei Anwendung der Cash Method wird zunächst im Vorstadium durch die Emission von Fondszertifikaten Kapital („Cash“) eingeworben, das anschließend zum Erwerb der Anlagegegenstände eingesetzt wird.⁴⁶⁷ Durch diese Reihenfolge kommt es gewissermaßen zur Bildung eines Blind Pools, bei dem Investoren der Investmentgesellschaft ihr Kapital zur Verfügung stellen, ohne genau zu wissen, welche Kapitalanlagen damit getätigkt werden. Daher umreißt die Investmentgesellschaft i.d.R. die angestrebte Anlagepolitik des Fonds hinreichend genau, um dadurch zur Vertrauensbildung seitens der Anleger beizutragen. Trotzdem tragen die Anleger letztlich das Risiko, die Qualität und Zusammensetzung der Vermögensgegenstände nicht konkret einschätzen zu können; aus Sicht der Investmentgesellschaft ergibt sich bei dieser Vorgehensweise i.d.R. kein Plazierungsrisiko.

Die Appropriation Method eliminiert das Blind Pool-Problem, indem zuerst Vermögensgegenstände für den Fonds durch den Einsatz eigener oder fremder Mittel erworben werden. Die Appropriation, d.h. die Verwendung des Kapitals, steht daher an erster Stelle. Erst wenn das Fondsvermögen durch die Akquisitionstätigkeit eine bestimmte Gestalt angenommen hat, folgt die Emission der Zertifikate. Da die Investmentgesellschaft bei dieser Vorgehensweise den Fonds vorfinanziert, entsteht auf deren Seite ein Plazierungsrisiko, denn sie kann u.U. nicht alle Zertifikate vertreiben. Diesem Risiko stehen allerdings verbesserte Vertriebschancen gegenüber. Mit anderen Worten: Das Plazierungsrisiko seitens der Investmentgesellschaft tritt an die Stelle des Anlagerisikos seitens der Investoren.

Beide Versionen lassen sich partiell realisieren. Einerseits kann die Investmentgesellschaft oder eine ihr nahestehende Institution im Rahmen der Cash-

⁴⁶⁷ Vgl. hierzu und zum folgenden Schäcker, Investmentsparen S. 80ff.; Berndt, Investmentzertifikate, S. 13.

Method selbst einen Teil des Kapitals einlegen, um dadurch Vertrauen bei den Anlegern zu schaffen. Analog kann die Appropriation Method zum Teil umgesetzt werden, indem einzelne Kapitalanlagen vorab getätigt werden, um dadurch dem Fonds ein Profil zu verleihen.

3.2.3.7 Beendigungsmethode

Üblicherweise wurden Investmentfonds für unbestimmte Dauer aufgelegt. Unabhängig davon ist es dem Anleger aufgrund der Rücknahmeverpflichtung seitens der Kapitalanlagegesellschaft dennoch jederzeit möglich, aus dem Fonds auszusteigen. Das Fehlen eines vorbestimmten Auflösungszeitpunktes führt allerdings dazu, daß Kurssicherungsgeschäfte, die sich konkret auf diesen Zeitpunkt beziehen, nicht abgeschlossen werden können.

Obwohl die meisten Fonds eine unbegrenzte Laufzeit haben, ist es seit dem 1. Finanzmarktförderungsgesetz zulässig, Rentenfonds als Laufzeitenfonds auszustalten, d.h. schon bei der Konzeption des Fonds wird vorab ein Auflösungszeitpunkt festgelegt. Durch diese Terminierung kann eine Wertentwicklungsprognose abgegeben werden, auf deren Basis wiederum ein Vergleich mit Direktanlagen ermöglicht wird.⁴⁶⁸ Aus Sicht des Anlegers liegt der Vorteil von Laufzeitfonds darin, daß sich die Wertentwicklung leichter vorhersagen läßt und daß dadurch auch Vergleiche mit Direktanlagen möglich werden. Insofern eignen sie sich hervorragend zum Zwecksparen oder zum „Parken“ von liquiden Mitteln.

Die bekannteste Sonderform stellen Laufzeitfonds dar, die als Garantiefonds ausgestaltet sind, d.h. es handelt sich um Fonds mit einer Absicherung gegen die verschiedensten Risiken. Die Absicherung dieser Fonds, beruhend auf dem Abschluß von Optionen und Termingeschäften, wird durch die Laufzeitbegrenzung ermöglicht.

3.2.3.8 Emissionskostenregelung

Die Load Fonds werden mit Ausgabeaufschlag an die Anleger veräußert. Dieser Ausgabeaufschlag ist bei Erwerb der Zertifikate fällig und bewegt sich in

⁴⁶⁸ Vgl. Behrenwaldt, Rentenfonds, S. 1627.

Abhängigkeit vom Fondstyp i.d.R. zwischen 3% und 5%. Ursprünglich sollten mit dem Agio die Kosten gedeckt werden, die der Kapitalanlagegesellschaft durch den Ersterwerb von Anlagegegenständen (Research, Transaktionskosten etc.) entstehen; mittlerweile werden mit dem Ausgabeaufschlag jedoch i.d.R. Vertriebsprovisionen abgedeckt.⁴⁶⁹ Da die Höhe des Ausgabeaufschlags die Differenz zwischen Ausgabe- und Rücknahmepreis bestimmt, wird deren Bedeutung mit zunehmendem Anlagehorizont relativiert.

Im Gegensatz zu den Load Fonds fällt bei den No-Load Fonds kein Aufgeld an, da die Vertriebsprovisionen mit der Verwaltungsvergütung abgegolten werden.⁴⁷⁰ Die No-Load Konzeption ist speziell bei kurzfristig ausgerichteten Fondsarten von Bedeutung. So werden bspw. Geldmarktfonds i.d.R. ohne Ausgabeaufschlag veräußert.⁴⁷¹ Da der Ausgabepreis dem Rücknahmepreis entspricht, werden kurzfristig orientierte Anleger angesprochen.

Eine Kompromißlösung zwischen den beiden o.g. typischen Ausprägungen stellen die Low-Load Fonds dar. Bei diesem Typ werden die Vertriebskosten sowohl durch einen geringen Ausgabeaufschlag, als auch durch eine laufende Verrechnung im Rahmen der Fondsverwaltung abgedeckt.⁴⁷² Diese Konzeption spricht insbesondere die Anleger an, die ihren Anlagehorizont nicht eindeutig festlegen wollen.

3.2.3.9 Ausschüttungsregelung

Die Kapitalanlagegesellschaften verteilen bei Distributiven Fonds (Ausschüttungsfonds) die erzielten Erträge direkt an die Anleger. Diese setzen sich im Falle von Wertpapierfonds aus erzielten Zinsen und Dividenden, sowie realisierten Kursgewinnen und Erlösen aus dem Verkauf von Bezugsrechten und Gratisaktien zusammen. Um deren Anlegern einen Anreiz zu geben, die ausgeschütteten Erträge zu reinvestieren, werden i.d.R. Wiederanlagerabatte ein-

⁴⁶⁹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 781, Rz. 12.

⁴⁷⁰ Vgl. dazu Narat, Aufschläge, S. 37.

⁴⁷¹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 781, Rz. 12.

⁴⁷² Vgl. Demuth / Bustorf / Thiel, Investmentfonds, S. 8.

geräumt. Diese Rabatte beziehen sich auf den Ausgabeaufschlag (Agio) und gelten i.d.R. nur befristet.⁴⁷³

Bei Thesaurierenden Fonds werden alle Erträge direkt reinvestiert.⁴⁷⁴ Dadurch wird nicht nur eine maximale Ausschöpfung des Zinseszins-Effektes erreicht,⁴⁷⁵ sondern - bei entsprechender Performance - auch ein stetiges Wachstum des Anlagevolumens.⁴⁷⁶ Allerdings integrieren die Thesaurierungsfonds i.d.R. in ihren Vertragsbedingungen einen Passus, der in außergewöhnlichen Situationen auch die volle Ausschüttung der Erträge ermöglicht; diese Klausel ermöglicht es der Kapitalanlagegesellschaft, bei extrem ungünstigen Marktkonditionen - im Interesse der Anleger - auf die Thesaurierung zu verzichten und die Problematik der erforderlichen Wiederanlage zu umgehen.⁴⁷⁷

Die Fondskonzeption der Kumulativen Fonds ist auf die Substanzerhaltung ausgerichtet, d.h. es werden lediglich die Zins- und Dividendenerträge ausgeschüttet, während die sonstigen Gewinne reinvestiert werden.⁴⁷⁸ Im Ergebnis ist der Fonds im bezug auf die laufenden Erträge als Distributiver Fonds zu beurteilen, während er hinsichtlich der außerordentlichen Erträge als Thesaurierender Fonds einzuordnen ist.

3.2.3.10 Anlegerspektrum

Da bei den Publikumsfonds die dargestellten konzeptionellen Möglichkeiten von nahezu allen Kapitalanlagegesellschaften ausgeschöpft werden, resultieren daraus die vielfältigsten Fondsgestaltungen. Dies führt zwar zu einer reduzierten Markttransparenz und einer erhöhten Erklärungs- und Beratungsbedürftigkeit des Produktes Investmentfonds. Andererseits gestattet die Variationsbreite

⁴⁷³ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 6.

⁴⁷⁴ Vgl. dazu Zeyer, Thesaurierende Fonds, S. 34.

⁴⁷⁵ Vgl. Behrenwaldt, Rentenfonds, S. 1627.

⁴⁷⁶ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 35, Rz. 65.

⁴⁷⁷ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 6.

⁴⁷⁸ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 6; Baur, Investmentgesetze, S. 35, Rz. 64.

den Kapitalanlagegesellschaften, ganze Produktlinien anzubieten, um mit den unterschiedlichsten Fonds möglichst viele Zielgruppen anzusprechen.⁴⁷⁹

„Während anfangs auf das breite Anlegerpublikum zugeschnittene Fonds den Markt dominierten, ist mittlerweile eine größere Differenzierung durch die verschiedensten Arten von 'Spezialitätenfonds' eingetreten, die sich an 'reife' Anleger mit spezifischen Anlegerwünschen richten.“⁴⁸⁰ Daher entwickeln sich die großen Kapitalanlagegesellschaften durch die ständige Ausweitung ihrer Fondspalette zu regelrechten Investmentboutiquen, die mit ihren Angeboten den Ansprüchen des Anlegerpublikums in Breite und Tiefe Rechnung tragen.

Die Entwicklung bei den Spezialfonds stellt sich ähnlich wie bei den Publikumsfonds dar. Auch hier werden - entsprechend den Wünschen der Anleger - zunehmend Spezialitätenfonds aufgelegt. Daneben kommt den Gemischten Fonds eine besondere Bedeutung zu. Dies spricht dafür, daß es bei institutionellen Investoren einen großen Bedarf an Anlageprodukten gibt, die in bezug auf die Asset Allocation sehr flexibel sind.⁴⁸¹

Zuletzt ist auf zwei Sonderfälle hinzuweisen: Einerseits werden die Anteile an den Publikumsfonds der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften nicht ausschließlich durch Private gehalten, sondern auch durch institutionelle Investoren. Allerdings sind keine genauen aktuellen statistischen Zahlen zu deren Marktanteil verfügbar. Einen Anhaltspunkt liefert jedoch eine Schätzung der Bundesbank aus dem Jahr 1994, nach der sich ca. 80% der inländischen Investmentzertifikate im Eigentum von Privatanlegern befindet; die restlichen 20% sollen überwiegend durch Versicherungsunternehmen und Kreditinstitute gehalten werden.⁴⁸² Der relativ hohe Anteil institutioneller Anleger wird damit begründet, daß viele Anteile noch aus Zeiten stammen, in denen Spezialfonds nur beschränkt aufgelegt werden konnten. Außerdem gibt es zahlreiche Anteile, die durch die Mutter- bzw. Depotbanken von Kapitalanlagegesellschaften bei

⁴⁷⁹ Vgl. dazu insbesondere Platzek, *Fondsgeschäfte*, S. 109.

⁴⁸⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, *Investmentzertifikaten*, S. 58.

⁴⁸¹ Zu den Vorteilen der Spezialfonds siehe Kandlbinder, *Spezialfonds*, S. 137ff.; Schaber / Staber, *Asset-Management*, S. 157ff. sowie die Beurteilung bei Bader, *Spezialfonds*, S. 145ff.

⁴⁸² Vgl. hierzu und zum folgenden Deutsche Bundesbank, *Investmentzertifikaten*, S. 56.

Fondsrückgaben oder -neuauflagen in den eigenen Bestand übernommen wurden.⁴⁸³

Zudem ist es mittlerweile auch möglich, Spezialfonds für private Anleger aufzulegen. Bei dieser Fondskonstruktion schließen sich wenige sehr wohlhabende Privatinvestoren zu einer GbR zusammen, die sämtliche Fondsanteile hält. Somit ist es mittlerweile trotz der historischen Vorbehalte möglich, exklusiv für wenige Anleger „Millionärsfonds“ aufzulegen.⁴⁸⁴ Ausschlaggebend für deren Fondsengagements sind i.d.R. steuerliche Beweggründe, die allerdings Züge einer steuerumgehenden Sachverhaltsgestaltung tragen:

„Bei der Direktanlage, so wird argumentiert, bestehে für private Großanleger häufig die Gefahr, daß ihre Aktivitäten steuerlich nicht mehr nur als Vermögensverwaltung, sondern als gewerblicher Wertpapierhandel eingestuft werden. Veräußerungsgewinne wären dann generell steuerpflichtig und obendrein fiele noch Gewerbesteuer an. Der Eindruck eines Gewerbebetriebes könne vermieden werden, wenn bei einer Spezialfonds-Beteiligung alle Transaktionen von der KAG durchgeführt würden und sich das Engagement des privaten Großanlegers eher mit dem eines 'normalen Investors' vergleichen lasse.“⁴⁸⁵

Inbesondere an diesem Sachverhalt wird deutlich, wie sehr sich das Anleger-spektrum bei den Wertpapierfonds erweitert hat, denn derartige Fonds haben mit der ursprünglichen Zielgruppe und den eigentlichen Absichten des Gesetzgebers bei Verabschiedung des KAGG nichts mehr zu tun.

3.2.3.11 Anlegervolumina

Durch die enorme Breite des Angebotsspektrums können die Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften sowohl den Massen- und Mittelmarkt als auch den HIP- und TOP-Markt ansprechen.

Obwohl bei den Publikumsfonds keine konkreten Angaben über die durchschnittliche Kapitalisierung der Anleger vorliegen, ergibt sich aus der o.g. Studie der Bundesbank ein Hinweis auf den Anteil der Großanleger an den Publi-

⁴⁸³ Speziell bei Realisierung der Cash Method engagieren sich die Mutterunternehmen der Kapitalanlagegesellschaften oft als Anteilinhaber, um die Initiierung zu erleichtern.

⁴⁸⁴ Vgl. Hey, Einzel-Fonds, S. 31; Schaber / Wissel, Vermögensteueränderung, o.S.

⁴⁸⁵ Schaber / Wissel, Vermögensteueränderung, o.S.

kumsfonds. Unter der Prämisse, daß sowohl die Versicherungen als auch die Banken ausschließlich als Großinvestoren einzuordnen sind und Anteile in dieser Höhe dauerhaft in deren Beständen bleiben, dürfte sich ein Marktanteil der Großinvestoren von deutlich über 20% ergeben, da sich auch unter den Privatanlegern zahlreiche Großinvestoren befinden.

Als Mindestanlagevolumen bei Wertpapier-Spezialfonds wird von Seiten der Praxis immer wieder eine Mindestgröße von ca. DM 30 - 50 Mio. genannt. Dieses Fonds volumen ist erforderlich, um die Kosten der Fondskonstruktion mit einem entsprechenden Nutzen zu rechtfertigen. Insofern sind Wertpapier-Spezialfonds - speziell als Gemischte Fonds - eine gangbare Alternative für den Großteil der institutionellen Investoren. Die oben angesprochenen Spezialfonds für wohlhabende Privatinvestoren stellen eine sinnvolle Anlagealternative dar, „wenn das Anlagevolumen gut im zweistelligen Millionenbereich liegt.“⁴⁸⁶

⁴⁸⁶ Hey, Einzel-Fonds, S. 31.

3.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften

3.3.1 Regulierung

Die Regulierung der Offenen Immobilienfonds ähnelt der der Wertpapierfonds, da auch hier ein Unternehmen die Pionierrolle übernahm und der Gesetzgeber erst Jahre später die KAGG-Integration vollzog. Ungefähr ein halbes Jahr nach Inkrafttreten des KAGG begann im Oktober 1957 - wie im Fall der ADIG ebenfalls in München - die Arbeit an der Konzeption eines Offenen Immobilienfonds, durch den die Investmentidee auf die Immobilien-Kapitalanlage übertragen werden sollte. Getragen wurde diese Initiative durch die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank und die Bayerische Vereinsbank, die einen gemeinsamen Arbeitsausschuß ins Leben riefen.⁴⁸⁷

Vor dem Hintergrund der Investmentidee des KAGG und der Erfahrungen mit Immobilienfonds in der Schweiz⁴⁸⁸ sollten die rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Erfordernisse und Zielsetzungen eines deutschen Offenen Immobilienfonds erarbeitet werden.⁴⁸⁹ Die konstruktive Unterstützung und die Genehmigung des Bayerischen Staatsministeriums für Wirtschaft und Verkehr als damalige Bankenaufsichtsbehörde ermöglichen die Gründung der Internationales Immobilien-Institut AG (München, 1958), an der sich beide Banken zu jeweils 50%⁴⁹⁰ beteiligten.⁴⁹¹

Wie die Firmenbezeichnung schon zeigt, hatten die Initiatoren im Hinblick auf den Sonderkreditinstitut-Status der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften allerdings „eine Bankgründung nicht im Auge, nicht einmal in den Augen“

⁴⁸⁷ Vgl. Wonhas, Anmerkungen, S. 729; Wonhas, 30 Jahre, S. 428.

⁴⁸⁸ Nach Laux / Ohl (Grundstücks-Investment, S. 13) wurde der erste Offene Immobilienfonds heutiger Prägung bereits 1938 in der Schweiz aufgelegt. Siehe zu deren rechtlichen und wirtschaftlichen Konzeption Sutz, Immobilien Investment Trust, S. 12ff.; Renk, Immobilienanlagefonds, S. 146ff.; Babuschek, Immobilien-Investmentfonds, S. 75ff.; Spielvogel, Immobilienanlagefonds, S. 109ff.

⁴⁸⁹ Vgl. Wonhas, Anmerkungen, S. 729.

⁴⁹⁰ Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, S. 5.

⁴⁹¹ Vgl. Wonhas, Anmerkungen, S. 729; Wonhas, 30 Jahre, S. 428.

winkeln.⁴⁹² Vielmehr sollte eine offene Fondskonstruktion geschaffen werden, mit der die rechtlichen Probleme gelöst⁴⁹³ und Kleinanleger wirtschaftlich am Immobilieneigentum beteiligt werden konnten.⁴⁹⁴ Daher ähnelten diese ersten Immobilienzertifikate denen der Wertpapier-Publikumsfonds maßgeblich.⁴⁹⁵ Im Februar 1959 wurde der iii-Fonds Nr. 1⁴⁹⁶ aufgelegt, dem der CO-OP Immobilienfonds (heute DIFA Nr. 1), der CO-OP Investmentfonds AG (heute DIFA, Hamburg, 1966)⁴⁹⁷ und der Despa-Fonds der Deutschen-Sparkassen-Immobilien-Anlagegesellschaft⁴⁹⁸ (Frankfurt, 1966) folgten.⁴⁹⁹ Obwohl diese Vorläufer der Offenen Immobilienfonds im Gegensatz zu den Wertpapierfonds weder durch Anlegerschutz noch durch Steuerbefreiung charakterisiert waren, konnten sie sich trotzdem erfolgreich am Markt etablieren.

Die breite Marktakzeptanz führte dazu, daß Offene Immobilienfonds nach dieser „Testphase“ 1970 in das KAGG integriert wurden.⁵⁰⁰ Dies ließ sich dadurch rechtfertigen, daß sie sich wie Wertpapierfonds an ein breites Sparerpublikum richteten und das Fondsvermögen im eigenen Namen für fremde Rechnung nach dem Grundsatz der Risikomischung anlegten.⁵⁰¹ Damit waren zwar die

⁴⁹² Wonhas, Anlageerwartungen, S. 426.

⁴⁹³ Siehe dazu ausführlich Weigel, Immobilienanlagegesellschaften, S. 26ff.; Martini, Rechtliche Probleme, S. 36ff.

⁴⁹⁴ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 26, S. 1. Nach Wonhas (30 Jahre, S. 428) stellte sich die Fondskonstruktion folgendermaßen dar: Die Anleger wurden mit Fondszertifikaten an einem Sondervermögen beteiligt, in dessen Eigentum sowohl eine Immobilien-AG (100%) als auch ein Darlehenspool (100%) stand. Die AG erwarb als vorgesetzte Grundstücksgesellschaft die Immobilien und gewährte so den Anlegern indirekt wirtschaftliches Miteigentum; die AG finanzierte sich zusätzlich mit Fremdkapital, das größtenteils aus dem Darlehenspool des Sondervermögens stammte. Im Rahmen der Steuergestaltung wurde darauf geachtet, daß die Fremdkapitalkosten i.d.R. dem Reinertrag des Immobilienvermögens entsprachen, damit keine Körperschaftsteuer anfiel, d.h. die Mieteinnahmen wurden in Zinseinnahmen überführt.

⁴⁹⁵ Siehe dazu Martini, Rechtliche Probleme, S. 4f.

⁴⁹⁶ III, Rechenschaftsbericht Fonds Nr. 1 1995, S. 38.

⁴⁹⁷ Vgl. Bone-Winkel, Management, S. 67.

⁴⁹⁸ Vgl. Waldmann, DESPA, S. 379.

⁴⁹⁹ Vgl. Wonhas, Anmerkungen, S. 729.

⁵⁰⁰ Nach Laux / Ohl (Grundstücks-Investment, S. 14) wirkte sich die KAGG-Integration schlagartig auf die Marktsituation aus. Während sich zwischen 1959 und 1969 das Anlagevermögen von DM 13 Mio. im Jahr 1959 auf DM 441 Mio. im Jahr 1969 erhöhte, verdoppelte sich die Anzahl der Fonds bis 1971 von vier auf acht und die Summe der Fondsvermögen stieg auf DM 1.126 Mio. an.

⁵⁰¹ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 21.

sozialpolitischen Ziele in Analogie zu den Wertpapierfonds voll erfüllt. Das finanziierungspolitische Ziel wird jedoch nur insofern erreicht, als die Fonds in gewerbliche Objekte investieren.⁵⁰² Eine kapitalmarktpolitische Funktion wird dadurch erfüllt, daß die Offenen Immobilienfonds einen Teil ihres Vermögens in Rentenpapieren anlegen.

Analog zum Wertpapier-Investment folgten die Offenen Immobilien-Spezialfonds den Immobilien-Publikumsfonds. Bei den ersten Ansätzen zur Entwicklung von Spezialfonds stellten die steuerlichen Folgen durch die Naturalauskehrungsklausel⁵⁰³ (die wie bei Wertpapier-Spezialfonds vertraglich aufgenommen werden sollte), ein großes Realisierungsproblem dar. Die Übertragung dieser bei Wertpapierfonds typischen Klausel auf Offene Immobilienfonds stellt sich allerdings bei näherer Betrachtung als unzweckmäßig heraus, da die gesetzlich vorgeschriebene Treuhandlösung hinsichtlich des Eigentums an den Grundstücken des Sondervermögens und die Komplikationen des Liegenschaftsrechts einer Zug-um-Zug zu verwirklichenden Naturalauskehrung ohnehin entgegenstehen.⁵⁰⁴ Deshalb wird die Naturalauskehrung bei Immobilien-Spezialfonds nach der Praxis des BAKred nicht genehmigt und auch aus Sicht des BAV weder für „notwendig, noch sinnvoll“⁵⁰⁵ erachtet.

Die investmentrechtliche Integration der Offenen Immobilienfonds wurde durch die Besonderen Vorschriften für Grundstücks-Sondervermögen vollzogen.⁵⁰⁶ Da die Geschäftsführer der bereits existierenden Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bei der Vorbereitung des Gesetzgebungsverfahrens aktiv mitwirken konnten, blieb die bisherige Fondskonstruktion aus wirtschaftlicher Sicht

⁵⁰² Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 21.

⁵⁰³ Vgl. Kandlbinder, Spezialfonds, S. 112. Da dieser Passus den Anlegern vertraglich eine Sachauskehrung gegen Rückgabe aller Anteilscheine zugebilligt hätte, wurden im Auskehrsfall ernste fiskalische Konsequenzen befürchtet: Einerseits wäre der Grundstückserwerb abermals grunderwerbsteuerpflichtig gewesen, andererseits wäre den Anlegern die „Verfügungsmacht und Verwertungsbefugnis“ (in analoger Anwendung des Treuhanderlasses des RMF vom 18.6.1940) eingeräumt worden.

⁵⁰⁴ Vgl. Bering, Spezialfonds, S. 150.

⁵⁰⁵ Bering, Spezialfonds, S. 150.

⁵⁰⁶ Vgl. Klusak, Internationales Immobilien-Institut, S. 376; Wonhas, Anmerkungen, S. 729; Päslar, Integration, S. 113.

praktisch gleich.⁵⁰⁷ Dagegen wurde die zivil- und steuerrechtliche Konstruktion grundlegend geändert, womit die Rechtslage nicht nur erheblich vereinfacht, sondern auch gesetzlich abgesichert wurde.⁵⁰⁸ Zudem wurden die Zertifikate steuerlich attraktiver und erlangten den Status sammelverwaltungsfähiger Inhaberpapiere.⁵⁰⁹

Hinsichtlich der Akzeptanz der ersten Immobilien-Spezialfonds ergaben sich im Gegensatz zu den Wertpapier-Spezialfonds für den Gesetzgeber ganz besondere Probleme.⁵¹⁰ Die Aachener Grundvermögen Kapitalanlagegesellschaft (Köln, 1973) war die erste Gesellschaft, die einen Offenen Immobilienfonds ausschließlich für institutionelle Investoren auflegte.⁵¹¹ Sie wurde von der Aachener Gemeinnützigen Wohnungs- und Siedlungsgegesellschaft initiiert, an der wiederum die erzbischöflichen und bischöflichen Stühle Nordrhein-Westfalens beteiligt waren.⁵¹² Von diesen Gesellschaftern wurde der potentielle Anlegerkreis des 1974 aufgelegten Grundwertfonds Nr. 1 auf ca. 10.000 Vermögensträger der römisch-katholischen Kirche (Bistümer, Stiftungen, Ordensgemeinschaften etc.) Nordrhein-Westfalens eingegrenzt.⁵¹³ Da der Anlegerkreis derart beschränkt war und die Anteile zudem als Namenszertifikate emittiert wurden, bestand für die Deutsche Bundesbank das Problem, ob der Grundwert-Fonds Nr. 1 im Rahmen der Kapitalmarktstatistik als Publikumsfonds oder als Spezialfonds zu klassifizieren sei;⁵¹⁴ schließlich wurde er als Publikumsfonds eingeordnet. Diese in-

⁵⁰⁷ Vgl. Wonhas, 30 Jahre, S. 429.

⁵⁰⁸ Vgl. Klusak, Internationales Immobilien-Institut, S. 376; Wonhas, Anmerkungen, S. 729; Päslar, Integration, S. 113.

⁵⁰⁹ Vgl. Wonhas, 30 Jahre, S. 429.

⁵¹⁰ Vgl. hierzu und zum folgenden Sögtrop, Entwicklung, S. 414f.

⁵¹¹ Siehe dazu Baur, Aachener Grund Fonds, S. 380ff.

⁵¹² Vgl. Berndt, Investmentzertifikate, S. 52. Nach Baur (Immobilien-Spezialfonds, S. 76) strebte das Wohnungsunternehmen durch die Gründung der KAG zum einen eine Geschäftserweiterung und dadurch eine erhöhte Verwaltungsauslastung an; zum anderen wurde erwartet, daß auch eigene Projekte an den Fonds veräußert werden können. Für die kirchlichen Gesellschafter des Wohnungsunternehmens stand die Überlegung im Vordergrund, ein Anlageinstrument zu schaffen, das Anlegern aus ihren Kreisen die Möglichkeit der Beteiligung an Gewerbeimmobilien gab. Der Offene Immobilienfonds sollte durch diese Anlagepolitik zur Diversifikation des kirchlichen Grundbesitzes beitragen, der in hohem Maße durch kirchliche oder land- und forstwirtschaftliche Nutzungsformen dominiert wird.

⁵¹³ Vgl. Berndt, Investmentzertifikate, S. 52.

⁵¹⁴ Vgl. Sögtrop, Entwicklung, S. 414. Siehe hierzu auch Ludewig / Niebank / Dembowski, Jahrbuch 1997, S. 19.

novative Fondskonstruktion der katholischen Kirche wurde durch die evangelische Kirche kopiert, die eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft namens Deutsche Fonds für Immobilienvermögen (DEFO, Frankfurt, 1975) gründete.⁵¹⁵ Der Fonds Nr. 1 der DEFO war allerdings der erste reine Immobilien-Spezialfonds, da sich ursprünglich nur drei Anleger beteiligten. Der Anlegerkreis ist seither auf über 10 Kircheninstitutionen angewachsen, so daß er mittlerweile in den Statistiken der Bundesbank als Publikumsfonds geführt wird.⁵¹⁶ Unmittelbar danach folgten die ersten Spezialfonds für Anleger ohne kirchlichen Hintergrund durch die Despa ab Februar 1976.⁵¹⁷

3.3.2 Konzeption

3.3.2.1 Übersicht

Bei der KAGG-Integration der Offenen Immobilienfonds übernahm der Gesetzgeber die Grundkonstruktion der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften weitgehend, indem er sie den rechtlichen und wirtschaftlichen Immobilienspezifika durch diverse Modifikationen anpaßte (Abbildung 28).

Wieder ist die Depotbank die zentrale Einrichtung des Investmentgeschäfts, da sie i.d.R. Allein- oder Hauptgesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft ist. Allerdings waren aufgrund der rechtlichen Charakteristika von Immobilien einige Sonderregelungen bezüglich der Depotbank erforderlich. Konzeptionell wird das Investmentdreieck einerseits durch den Sachverständigenausschuß ergänzt, der für die jährlichen Verkehrswertermittlungen der Liegenschaften verantwortlich ist und so die Bewertungsproblematik löst. Zusätzlich ist ein eigenes Immobilienmanagement erforderlich, um der Managementproblematik Rech-

⁵¹⁵ Im Gegensatz zur Aachener Grundvermögen KAG hatte die DEFO jedoch zwei Banken als Mitgesellschafter, die beide über Beteiligungen an Kapitalanlagegesellschaften für offene Immobilien-Publikumsfonds bereits Erfahrung gesammelt hatten: Einerseits die DG-Bank Frankfurt, die über den genossenschaftlichen Verbund an der DIFA beteiligt war und andererseits die Bayerische Hypothekenbank, die über ihre Beteiligung am Internationalen Immobilien-Institut das Anlageprodukt Offener Immobilienfonds von Anfang an prägte.

⁵¹⁶ Vgl. dazu o.V., DEFO, S. 380.

⁵¹⁷ Vgl. Waldmann, DESPA, S. 379.

nung zu tragen.⁵¹⁸ Durch diese konzeptionellen Änderungen und Erweiterungen ist das innere Gefüge Offener Immobilienfonds „entscheidend komplizierter und komplexer als bei Wertpapierfonds.“⁵¹⁹

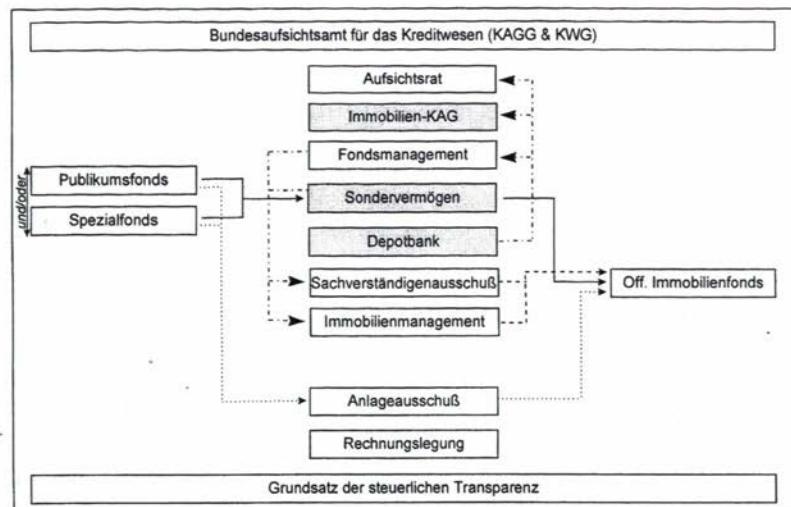


Abbildung 28: Konzeption der Offenen Immobilienfonds als Fondsangebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

3.3.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen

Obwohl Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften primär im Immobiliengeschäft tätig sind, gelten auch sie als Sonderkreditinstitute und sind somit der Bankenaufsicht des BAKred unterworfen. Dieser Status ist im Hinblick auf eine Vereinheitlichung der Rechtsgestaltung und des Anlegerschutzes innerhalb des KAGG plausibel. Darüber hinaus hat die Aufsicht durch das BAKred „als Sparschutzbehörde zur Bewährung beigetragen.“⁵²⁰

⁵¹⁸ Siehe dazu Kapitel 2.3.2, S. 51ff.

⁵¹⁹ Wonhas, Anlageerwartungen, S. 430.

⁵²⁰ Wonhas, Anmerkungen, S. 730.

Trotzdem unterscheidet sich die Geschäftstätigkeit der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften von der anderer Sonderkreditinstitute wie bspw. Hypothekenbanken erheblich, da „verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln“⁵²¹ i.S. immobilienwirtschaftlicher Entrepreneurship verlangt wird.⁵²² Da es sich betriebswirtschaftlich demzufolge um eine Kombination aus Immobilienunternehmen und Kreditinstitut handelt, lässt sich der Sonderkreditinstitut-Status durchaus in Frage stellen. Dies gilt besonders insofern, als Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften im Gegensatz zu den anderen Sonderkreditinstituten sowohl am Kapitalmarkt als auch am Immobilienmarkt mit unbeaufsichtigten Unternehmen konkurrieren (müssen).⁵²³

3.3.2.3 Aufsichtsrat

Für den Aufsichtsrat bei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften gilt prinzipiell dasselbe wie bei Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften.⁵²⁴ Da eine wirksame Kontrolle durch den Aufsichtsrat nur durch eine entsprechende Qualifikation der Mitglieder gewährleistet wird, sollten sich diese vor allem durch Erfahrung im Immobiliengeschäft auszeichnen.

Der Aufsichtsrat kann und soll in erster Linie hinsichtlich des Fondsmanagements effiziente Kontrolle leisten.⁵²⁵ In Abhängigkeit von der Regelung in der Satzung sind wichtige wirtschaftliche Entscheidungen i.d.R. von der Zustimmung des Aufsichtsrats abhängig: Dazu zählen bspw. im Hinblick auf das Fondsmanagement Entscheidungen über An- und Verkauf von Immobilien ab einer gewissen Größenordnung oder der Beschuß über die Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Ausland.⁵²⁶

Bei Kapitalanlagegesellschaften, die sich auf Publikumsfonds konzentrieren, werden Aufsichtsratsmandate überwiegend an Banker mit Immobilienverant-

⁵²¹ Ehrlich, Immobilienanlagen, S. 375.

⁵²² Vgl. Wonhas, Anlageerwartungen, S. 426.

⁵²³ Vgl. Wonhas, Anmerkungen, S. 730.

⁵²⁴ Siehe dazu Kapitel 3.2.2.3, S. 91ff.

⁵²⁵ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 105f.

⁵²⁶ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 251, Rz. 20.

wortung vergeben. Dagegen wird bei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften, die sich auf Spezialfonds beschränken, der Aufsichtsrat i.d.R. durch Vertreter der institutionellen Investoren dominiert, die dadurch eine direkte Kontrolle über die Geschäftsführung der Kapitalanlagegesellschaft ausüben können.⁵²⁷

3.3.2.4 Kapitalanlagegesellschaft

Die wirtschaftlichen Aufgaben und rechtlichen Anforderungen der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft entsprechen denen der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft. Auch hier firmieren alle Gesellschaften mit Ausnahme der Deutschen Immobilien Fonds AG (DIFA)⁵²⁸ als GmbHs. Allerdings ergeben sich Besonderheiten in bezug auf die Satzung und Geschäftsführung: Die Satzung muß ausdrücklich darauf hinweisen, daß Grundstücks-Sondervermögen verwaltet werden sollen,⁵²⁹ während von den Geschäftsführern ein Bank- oder Immobilien-Background mit entsprechenden Qualifikationen gefordert wird. Allerdings wird bei der Prüfung nicht nur die Qualifikation der jeweiligen Person, sondern auch die Gesamtheit der Geschäftsführung in Betracht gezogen:⁵³⁰ „So kann z.B. bei der Verwaltung von Grundstücks-Sondervermögen der bisher bei einer Bausellschaft tätige Ingenieur eine Geschäftsleitung sinnvoll ergänzen.“⁵³¹

3.3.2.5 Fondsmanagement

Das Fondsmanagement stützt sich auf das Immobilien- und Liquiditätsmanagement sowie die Fondsverwaltung (Abbildung 29). Während die Fondsverwaltung eher administrative Aufgaben übernimmt, kommt der Steuerung zwischen Immobilien- und Liquiditätsanteil die wichtigste Rolle beim Fondsmanagement

⁵²⁷ In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß bei den drei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften, die ausschließlich Spezialfonds betreuen (Oppenheim, Aachener Grund und DEFO) die meisten institutionellen Anleger gleichzeitig auch Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft sind.

⁵²⁸ Nach Klumpe / Nastold (Immobilienfonds, S. 3) firmierte die Internationale Immobilien Institut AG im Jahr 1991 zur GmbH um.

⁵²⁹ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 734, Rz. 72.

⁵³⁰ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 253, Rz. 24.

⁵³¹ Baur, Investmentgesetze, S. 253, Rz. 24.

zu.⁵³² Das Liquiditätsmanagement entspricht weitgehend dem Management von Rentenfonds während sich aus dem Immobilienmanagement zwingend ein eigenständiges Aufgabenprofil ergibt.⁵³³

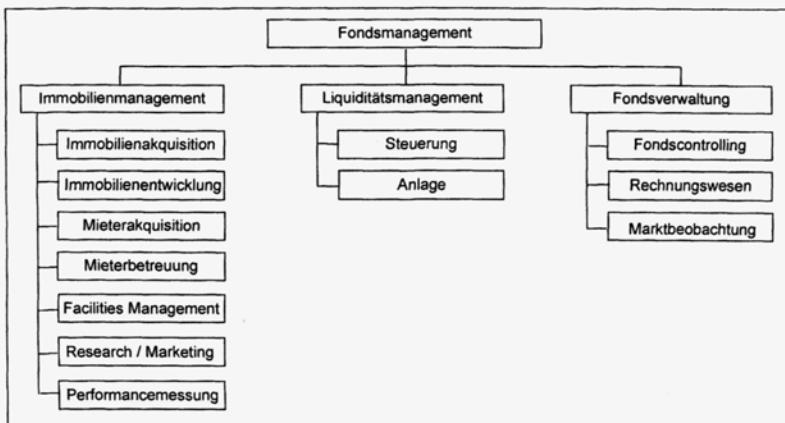


Abbildung 29: Aufgabenbereiche des Fondsmanagement einer Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft⁵³⁴

Da Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften i.d.R. nur einen oder wenige Fonds unter Verwaltung haben, erfolgt das Investment-Management nicht durch einzelne Fondsmanager. Statt dessen entscheidet i.d.R. die Geschäftsführung vor allem hinsichtlich des Immobilienanteils über alle wichtigen Transaktionen. Dies liegt darin begründet, daß sich die getroffenen Entscheidungen oftmals langfristig auf die Performance auswirken und i.d.R. nur schwer korrigiert werden können. Dies gilt insbesondere für Problemobjekte. Somit ergeben sich andere Entscheidungsstrukturen als bei Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften.

⁵³² Siehe hierzu die ausführliche Diskussion in Kapitel 3.3.3.2, S. 152ff.

⁵³³ Siehe zum Liquiditätsmanagement Kapitel 3.2.3.2, S. 109ff. und zum Immobilienmanagement Kapitel 3.3.2.9, S. 139ff.

⁵³⁴ Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 565 (Ergänzung des Immobilienmanagement um die Performancemessung durch den Verfasser).

3.3.2.6 Sondervermögen

Die Grundstücks-Sondervermögen sind durch zahlreiche Besonderheiten charakterisiert: Zunächst ist die Treuhandlösung ausdrücklich vorgeschrieben (§ 30 KAGG), da die Miteigentumslösung aus grundbuchtechnischen Gründen nicht realisierbar ist. Die Überwachung der Grundstücke des Sondervermögens wird dadurch gewährleistet, daß die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft nur mit Zustimmung der Depotbank darüber verfügen darf (§ 12 Abs. 2 S. 1 KAGG).⁵³⁵

Dieser Verfügungsbeschränkung unterliegen sämtliche Rechtsgeschäfte wie z.B. Übertragungen, Aufhebungen und Belastungen.⁵³⁶ Die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft ist dafür verantwortlich, daß die Verfügungsbeschränkung bei inländischen Grundstücken in Form eines Sperrvermerks zugunsten der Depotbank in das Grundbuch eingetragen wird (§ 31 Abs. 4 S. 1 KAGG).⁵³⁷ Bei ausländischen Grundstücken ist in Abhängigkeit von den jeweiligen Gegebenheiten eine vergleichbare Verfügungsbeschränkung sicherzustellen (§ 31 Abs. 4 S. 3 KAGG). Die Überwachung des Eintrages der Verfügungsbeschränkung obliegt der Depotbank (§ 12 Abs. 4 S. 3 KAGG). Die Wertpapiere eines Sondervermögens sind in Sperrdepots (§ 31 Abs. 9 KAGG i.V.m § 12a Abs. 1 S. 1 KAGG) und die Geldbeträge auf Sperrkonten (§ 31 Abs. 6 S. 1 KAGG) zu verwahren. Auf diesen Sperrkonten werden die Miet- und Pachteinkünfte sowie Veräußerungserlöse aus dem Immobilienanteil und die Erträge bzw. Verkaufserlöse der liquiden Mittel erfaßt; auch die Mittelzuflüsse aus dem Verkauf von Anteilscheinen werden dem Sondervermögen zunächst auf Sperrkonten zuge-

⁵³⁵ Siehe zum Problem der Übertragung von Sondervermögen zwischen Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften Sögtrop, Sondervermögen, S. 634f.

⁵³⁶ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 31, Rz. 4.

⁵³⁷ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 101. Die Grundbücher bestehen aus einem Bestandsverzeichnis und drei Abteilungen: Im Bestandsverzeichnis werden die Grundstücke in Anlehnung an die Katasterbücher und -karten erfaßt. Die 1. Abteilung gibt Eigentümer, Erwerbsgrund und Art des Eigentums wieder, wobei zwischen Allein-, Mit-, Gesamthands-, Teil- und Wohnungs- sowie Gebäudeeigentum (nur in den neuen Bundesländern) unterschieden wird. In der 2. Abteilung sind sämtliche Grundstücksbelastungen wie bspw. Erbbaу- oder Sonderrechte (bspw. Nießbrauch- oder Vorkaufsrechte) vermerkt. Davon ausgenommen sind Hypotheken sowie Grund- und Rentenschulden, die gesondert in der 3. Abteilung eingetragen werden. Nach Beckmann / Scholtz (Investment, 425, § 31, Rz. 5) wird die Verfügungsbeschränkung gemäß § 10 Abs. 1 Buchstabe b GbVfg in der 2. Abteilung des Grundbuchs eingetragen, d.h. als Grundstücksbelastung.

bucht.⁵³⁸ Nach § 31 Abs. 6 S. 2 KAGG hat die Kontoführung durch die Depotbank zu erfolgen. Ausnahmsweise kann jedoch auch eine andere Bank damit beauftragt werden; eine derartige Regelung kann bspw. erforderlich werden, wenn die Grundstücke dezentral bewirtschaftet werden.⁵³⁹

3.3.2.7 Depotbank

Aus den obigen Erläuterungen wird deutlich, daß die Aufgaben der Depotbank bei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mit denen der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften generell übereinstimmen.⁵⁴⁰ Daher gelten lediglich ergänzende Vorschriften hinsichtlich des Grundstücksbestandes (§ 31 KAGG).⁵⁴¹ Hinsichtlich der Genehmigungspraxis gelten dieselben formellen Anforderungen. Allerdings zeigt die Erfahrung, „daß das BAKred Wert darauf legt, daß die Depotbank über Erfahrung im Umgang mit Immobilienfonds verfügt.“⁵⁴²

Diese Einschränkung läßt sich darauf zurückführen, daß die Überwachung des Grundstücksbestandes immobilienspezifisches Fachwissen erfordert, da die Depotbank sämtlichen Verfügungen der Kapitalanlagegesellschaft zustimmen muß, sofern sie mit den gesetzlichen Regelungen des KAGG und den Vertragsbedingungen in Einklang stehen (§ 31 Abs. 3 KAGG). Diese Vorschrift soll gewährleisten, daß die Depotbank die Geschäfts- und Anlagepolitik der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft kontrollieren kann, ohne direkten Einfluß auf deren Entscheidungen auszuüben.⁵⁴³

Darüber hinaus kann die Depotbank, die i.d.R. Muttergesellschaft der Kapitalanlagegesellschaft ist, diese durch ihren Gesellschafterkreis oder ihre Beteiligungsunternehmen in vielfältiger Weise unterstützen. So ist bei den Publikumsfonds die Depotbank üblicherweise maßgeblich am Vertrieb der Anteilszertifikate beteiligt und bindet i.d.R. die Vertriebsnetze der mit ihr verbundenen Un-

⁵³⁸ Vgl. Abromeit-Kremser, Immobilieninvestmentfonds, S. 94.

⁵³⁹ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 102.

⁵⁴⁰ Siehe dazu Kapitel 3.2.2.7, S. 96ff.

⁵⁴¹ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, § 31, Rz. 2.

⁵⁴² Baur, Immobilien-Spezialfonds, S. 82.

⁵⁴³ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 101.

ternehmen ein. Dagegen spielt es aus der Sicht eines Spezialfonds-Anlegers „eine große Rolle, wer Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft ist, da ein besonderer Nutzen aus den Verbindungen erwartet wird, die das jeweilige Gesellschafterumfeld bietet.“⁵⁴⁴

3.3.2.8 Anlageausschuß

Auch bei Offenen Immobilienfonds wird i.d.R. von der Möglichkeit der Bestellung eines Anlageausschusses Gebrauch gemacht. Bei Publikumsfonds kann der Anlageausschuß sowohl eine Beratungsfunktion einnehmen, als auch bei organisatorischer Einbindung der Vertriebspartner dem Marketing dienen. Ggf. erfolgt eine Aufteilung in einen Grundstücks- und einen Wertpapieranlageausschuß.⁵⁴⁵ Dagegen ist bei Spezialfonds die Einrichtung eines Anlageausschusses praktisch obligatorisch, da er die strategische Ausrichtung des Fonds und dessen langfristige Ziele festgelegt.⁵⁴⁶ Der Anlageausschuß hat dabei nicht nur eine beratende Funktion hinsichtlich der Anlage- und Ausschüttungspolitik, sondern entscheidet auch über die Mittelzu- und -abflüsse.⁵⁴⁷ Daher setzt sich der Anlageausschuß üblicherweise nicht nur aus Anlegervertretern zusammen, sondern umfaßt auch Immobilienanlageexperten, die aus dem Umfeld der Depotbank stammen oder als externe Spezialisten hinzugezogen werden; i.d.R übernimmt ein Anlegerrepräsentant den Vorsitz.⁵⁴⁸

Darüber hinaus kann bei Publikums- und Spezialfonds auch ein Anlegerbeirat eingerichtet werden, dessen Anforderungsprofil sich ähnlich darstellt.

3.3.2.9 Immobilienmanagement

Die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften übertragen die Verwaltung der einzelnen Liegenschaften i.d.R. an interne Immobilienmanager und schalten nur in

⁵⁴⁴ Baur, Immobilien-Spezialfonds, S. 80.

⁵⁴⁵ Siehe dazu bspw. CGI, Rechenschaftsbericht Haus-Invest 1997/98, S. 46.

⁵⁴⁶ Vgl. Waldmann, Spezial-Immobilienfonds, S. 378; Sögtrop, Auftraggeber, S. 424.

⁵⁴⁷ Vgl. Becker / Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 582.

⁵⁴⁸ Vgl. Becker / Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 582.

Ausnahmefällen Fremdverwaltungen ein.⁵⁴⁹ Die Zuständigkeiten des Immobilienmanagement sind üblicherweise nach Regionen aufgeteilt. Das Tätigkeitspektrum umfaßt die Bereiche Facilities Managements⁵⁵⁰, Immobilienakquisition und -entwicklung, Mieterakquisition und -betreuung sowie zunehmend Research⁵⁵¹ und Marketing⁵⁵². Ergänzend erfolgt ggf. eine Performancemessung⁵⁵³ auf jährlicher Basis, die dem Benchmarking dient (Abbildung 29).

Das breite Tätigkeitspektrum führt dazu, daß das Immobilienmanagement durch ein interdisziplinäres Team wahrgenommen wird, in dem neben Kaufleuten und Bankern auch Architekten, Ingenieure und Juristen beschäftigt sind.⁵⁵⁴ Verschiedene Aufgaben im Zusammenhang mit dem Immobilienmanagement werden u.U. nach außen vergeben. So ist es nicht unüblich, Makler mit der Vermietung zu beauftragen oder das Facilities Management an spezialisierte Unternehmen zu vergeben.⁵⁵⁵ Dieses Outsourcing von Immobilienmanagementleistungen ist insbesondere bei Auslandsobjekten verbreitet, da i.d.R. keine ausländischen Büros unterhalten werden.

3.3.2.10 Sachverständigenausschuß

Der Sachverständigenausschuß stellt eine besonders wichtige Institution dar, da ihm die Bewertung der Immobilien obliegt.⁵⁵⁶ Auf Basis dieser Wertermittlungen ergibt sich der Gesamtwert des Sondervermögens, der wiederum den Ausgabe- und Rücknahmepreis der Anteilscheine festlegt. Die Sachverständi-

⁵⁴⁹ Vgl. Hackeis, Liquiditätsmanagement, S. 459. Dies war allerdings nicht immer der Fall; so hat bspw. die Despa ursprünglich die Verwaltung der Liegenschaften Dritter überlassen und nimmt erst seit 1977 das Management in Eigenregie wahr.

⁵⁵⁰ Siehe dazu Pierschke, Facilities Management, S. 333ff.

⁵⁵¹ Siehe dazu Stadelmeyer / Falk, Immobilien Market Research, S. 339ff.; v. Einem, Immobilien-Research, S. 1ff.

⁵⁵² Siehe dazu Bobber / Brade, Immobilienmarketing, S. 581ff.

⁵⁵³ Siehe dazu Thomas, Performancemessung, S. 307ff.

⁵⁵⁴ Vgl. Wonhas, Management, S. 49ff.

⁵⁵⁵ Bei diesen Immobiliendienstleistern kann es sich u.U. auch um Beteiligungsunternehmen der Depotbank handeln. So beauftragt bspw. die DEGI als 100% Tochter der Dresdner Bank u.a. das Maklerunternehmen Dr. Lüke, das ebenfalls eine Tochter der Dresdner Bank ist, mit den Vermietungen ihrer Objekte.

⁵⁵⁶ Vgl. hierzu und zum folgenden Sögtrop, Bewertung, S. 435f.; Bals, Position S. 161ff.; Renner, Sachverständigenausschusses, S. 139ff.; Helmer, Immobilien-KG, S. 85ff.

gengutachten wirken sich daher auf die Performance der Fonds und somit auf die Geschäftstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank aus. Nicht zuletzt deshalb war die Sachverständigenbewertung bei der KAGG-Integration Offener Immobilienfonds nicht unumstritten.⁵⁵⁷

Nach § 32 KAGG hat der Sachverständigenausschuß aus mindestens drei Mitgliedern zu bestehen, die unabhängige, zuverlässige und fachlich geeignete Persönlichkeiten mit besonderen Erfahrungen auf dem Gebiet der Bewertung von Grundstücken sein müssen.⁵⁵⁸ Ihre Bestellung ist dem BAKred anzuseigen, wobei die Erfüllung der Voraussetzungen zu dokumentieren ist. Die Sachverständigen sind daher i.d.R. öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige oder ähnlich qualifizierte Immobilienexperten.⁵⁵⁹ Den rechtlichen Rahmen für die Tätigkeit des Sachverständigenausschusses bilden die Richtlinien des BVI für Wertermittlungsgutachten und die Mustergeschäftsordnungen des BVI für Sachverständigenausschüsse.⁵⁶⁰ Danach haben Wertermittlungen in Anlehnung an WertV und WertR zu erfolgen⁵⁶¹, wobei i.d.R. das Ertragswertverfahren (neben dem Sachwertverfahren) angewandt wird.⁵⁶²

⁵⁵⁷ Siehe dazu Bundestag V/3840, S. 42: „Um eine Übervorteilung der Anleger so weitgehend als möglich zu verhindern, wird die fehlende Börsenpreisfeststellung für die Gegenstände des Sondervermögens für Grundstücke durch einen Sachverständigenausschuß (§ 29) [Anm.: mittlerweile § 32] ersetzt. Trotz gewisser Zweifel des Ausschusses für Wohnungsweisen, ob diese Einrichtung ausreiche, waren im Ergebnis dieser und der Wirtschaftsausschuß der Meinung, daß das System des § 29 unter den gegebenen Umständen eine optimale Lösung darstellt, zumal die Bankaufsichtsbehörde die Möglichkeit hat, bei der Auswahl der Sachverständigen mitzuwirken und bei später auftretenden Zweifeln an ihrer Zuverlässigkeit, Unabhängigkeit oder fachlichen Eignung einzugreifen.“

⁵⁵⁸ Allerdings bedürfte die Forderung nach wirtschaftlicher Unabhängigkeit einer sorgfältigeren Einhaltung jener Grenze, nach der das Jahreseinkommen eines Sachverständigen zu maximal 10% von einer Kapitalanlagegesellschaft bezahlt wird (Vgl. o.V., Investment, S. 48).

⁵⁵⁹ Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 563.

⁵⁶⁰ Abgedruckt in: Beckmann / Scholtz, Investment, 425, Anhang 1 und 2 zu § 32 KAGG.

⁵⁶¹ Siehe dazu Thomas, Performanceindex, S. 193ff.; Leopoldsberger, Bewertung, S. 171ff.

⁵⁶² Nach einem BAKred-Schreiben vom 3. Mai 1994 hat die Kapitalanlagegesellschaft den Sachverständigenausschuß dazu veranlaßt, „bei der Wertermittlung (...) grundsätzlich den Sachwert und den Ertragswert (...) zu ermitteln und den Verkehrswert aus diesen Werten abzuleiten.“ (Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1024, Rz. 6). In der Praxis entspricht der Verkehrswert allerdings i.d.R. dem Ertragswert. Als Ergebnis einer vor kurzem erstellten Bestandsanalyse eines Offenen Immobilienfonds mit 168 Objekten war jedoch festzustellen, „daß im Durchschnitt der Ertragswert fast gleich dem Sachwert ist.“ (Vgl. Jäckel, Bestands- und Wertanalyse, S. 491).

Die Wertermittlungen müssen nicht zu einem bestimmten Stichtag erfolgen und werden daher i.d.R. auf rollierender Basis erstellt. Diese Praxis führt dazu, daß die Wertänderungen des Immobilienbestandes nicht nur einmal pro Jahr, sondern laufend festgestellt werden, wodurch sich eine kontinuierliche Wertentwicklung innerhalb des Geschäftsjahres ergibt. Aber auch über die Jahre hinweg steht v.a. bei Publikumsfonds die Darstellung einer kontinuierlichen Wertentwicklung im Mittelpunkt der Sachverständigenbewertung, wie folgende Stellungnahme des BVI zu deren Bewertungspraxis eindeutig belegt:

„Zielgruppe der Offenen Immobilienfonds sind ausgesprochen langfristig orientierte Anleger (...). Sie erwarten von ihrer Sachanlage in ausgewählten Haus- und Grundbesitz eine stetige Aufwärtsentwicklung ohne das unberechenbare Auf und Ab der Börsen. Dieses Ziel haben die Offenen Immobilienfonds in der Vergangenheit erreicht: mit positiven Anlageziffern in jedem Jahr, also Kontinuität bereits über Jahrzehnte bei den älteren Fonds. (...) Die Erfahrung zeigt, daß auch Immobilienpreise erheblichen Schwankungen unterworfen sind. Bei theoretischer Betrachtung könnte die Immobilienbewertung ein erhebliches Risiko für einen Offenen Immobilienfonds darstellen. Eine rückläufige Entwicklung auf den Immobilienmärkten nach einem Boom mit einer entsprechenden Abwertung des gesamten Immobilienbestandes um beispielsweise 10% von einem Jahr zum anderen, was in der Vergangenheit in Deutschland keine Ausnahme war (...) würde zu einer negativen Gesamtperformance des Fonds führen. Damit würde die „unique selling position“ des Offenen Immobilienfonds, die ihn von den anderen langfristigen Kapital-Anlagen abhebt, nämlich die Kontinuität, zerstört und damit das Vertrauen der Anleger. Daher können nicht die sich aufgrund irgendwelcher zufälliger und auch vorübergehender Marktentwicklungen ergebenden Immobilienpreise die Basis für die Bewertung des Immobilienbestandes eines Offenen Immobilienfonds bilden. Das Problem extremer Preisschwankungen sowohl nach oben wie nach unten wird durch das bei den Offenen Immobilienfonds praktizierte Bewertungsverfahren im Rahmen gehalten.“⁵⁶³

Diese Erklärung legt nahe, daß die Sachverständigen die Wertgutachten bewußt durch das Ausschöpfen von Bewertungsspielräumen glätten, um sicherzustellen, daß die Performance immer im positiven Bereich bleibt und somit die Mittelzu- und -abflüsse stabilisiert werden. Selbst „Fondsverwalter weisen darauf hin, daß die ertragsorientierte Bewertung bei den Offenen Immobilienfonds wesentlich zu der geschäftspolitisch erforderlichen Kontinuität beiträgt.“⁵⁶⁴

⁵⁶³ BVI, Investment 90, S. 67f.; ähnlich Zeyer, Stetigkeit, S. 34.

⁵⁶⁴ Zeyer Stetigkeit, S. 34.

Diese Marktpreisglättung bei Publikumsfonds führt - positiv formuliert - dazu, daß sich Anleger an einer stabilisierten Performanceentwicklung erfreuen können, die Kapitalanlagegesellschaft eine beständige Managementleistung darstellen kann und die Depotbank über das daraus resultierende stetige Fondswachstum steigende Provisionseinkommen erzielt. Außerdem führt die Glättungspraxis - negativ formuliert - zu intertemporalen Vermögensverschiebungen zwischen den Anlegern, einer Einschränkung effizienten Investment-Timings, sowie einer Nivellierung der Managementleistung der Kapitalanlagegesellschaft.⁵⁶⁵ Im schlimmsten Fall wäre aber denkbar, daß - falls doch einmal eine negative Performance ausgewiesen werden müßte - die Anleger der Publikumsfonds den Glauben an die Sachverständigenbewertung und die „ewig positive Performance“⁵⁶⁶ verlieren könnten und eine Rückgabewelle entsteht. Diese könnte sowohl die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften als auch deren Depotbanken in Bedrängnis bringen.

3.3.2.11 Rechnungslegung

Die Publizitätspflichten von Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften entsprechen prinzipiell denen der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften, d.h. auch sie haben Verkaufsprospekt, Vertragsbedingungen sowie Rechenschafts- und Halbjahresberichte zu publizieren.⁵⁶⁷ Wie bei den Wertpapierfonds wird der Anlageerfolg auf Basis der Vermögensaufstellung ermittelt, indem vom Brutto-Fondsvermögen die Summe der Verbindlichkeiten abgezogen wird, um das Netto-Fondsvermögen zu ermitteln.⁵⁶⁸

Für die Rechenschaftsberichte hat der Gesetzgeber allerdings in § 34 KAGG einige Sonderregelungen vorgesehen, die die Vermögensaufstellung betreffen. Alle zum Sondervermögen gehörenden Grundstücke und sonstige Vermögensgegenstände sind darin unter Angabe von Grundstücksgröße, Art und Lage,

⁵⁶⁵ Vgl. Bals, Position, S. 185ff.; Helmer, Immobilien-KG, S. 6ff. und S. 110ff.

⁵⁶⁶ Nach Zeyer (Stetigkeit, S. 34) „hat es in den bald vierzig Jahren ihres Bestehens kein einziges Jahr gegeben, in dem die Offenen Immobilienfonds eine negative Wertentwicklung erwirtschaftet haben.“

⁵⁶⁷ Vgl. hierzu und zum folgenden Bals, Position, S. 75ff.

⁵⁶⁸ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 91; Alda, Offene Immobilienfonds, S. 554.

Bau- und Erwerbsjahr, Gebäudenutzfläche, Verkehrswert und sonstiger wesentlicher Merkmale aufzuführen.

Bei den Publikumsfonds werden die Verkehrswerte allerdings nicht auf Einzelobjektebene veröffentlicht, obwohl dies grundsätzlich möglich wäre, da dies die Realisierung von Veräußerungsgewinnen - zum Nachteil der Anleger - erschweren würde.⁵⁶⁹ Die vom Gesetzgeber vorgesehene Möglichkeit, die Verkehrswerte zumindest differenziert nach verschiedenen Objektkategorien anzugeben (§ 34 Abs. 1 S. 2 KAGG), wurde bisher von der Praxis nicht angenommen. Im Ergebnis wurden die Anleger bis dato nur über die Summe der Verkehrswerte aller im Bestand befindlichen Grundstücke informiert. Auch in der Aufwands- und Ertragsrechnung erfolgte keine objekt- oder kategorien spezifische Aufgliederung der Mieterräge, d.h. auch hier wurde nur die Summe der Mieteinnahmen veröffentlicht.⁵⁷⁰ Somit war bisher weder eine externe Bewertung der Objekte noch eine Plausibilitätsprüfung der ermittelten Verkehrswerte möglich, d.h. die Rechnungslegung bezüglich des Immobilienanteils konnte aus Anlegersicht nur als „Black Box“ bezeichnet werden.

Diese Beschränkung der Offenen Immobilien-Publikumsfonds auf die Pflichtpublizität wird zunehmend und heftig kritisiert.⁵⁷¹ Ausschlaggebend dafür war, daß sich die jüngste Rezession am deutschen Immobilienmarkt (mit teilweise drastischen Miet- und Kaufpreiseinbrüchen) kaum auf die Performance auszuwirken schien, da diese bei allen Fonds weiterhin positiv blieb.⁵⁷²

Als Reaktion auf diese Kritik hat aber bspw. der Aufsichtsratsvorsitzende des Marktführers Despa erklärt, daß die Anleger (neuerdings) „ein Recht auf Klarheit bei der Aufschlüsselung der Erträge sowie der Aufgliederung der Liegenschaften eines Offenen Immobilienfonds“⁵⁷³ hätten.

⁵⁶⁹ Vgl. Thomas, Performanceindex, S. 261f.; Zeyer, Markt, S. 28.

⁵⁷⁰ Bezeichnend dazu die erstaunte Feststellung im Wall Street Journal: „Playing to investors' desire to see their money tangibly invested in bricks and mortar - or, more frequently, glass and steel - the funds publish lavish sales brochures. Studded with attractive photographs - and addresses - of the office buildings the funds own, these also serve as guidebooks for proud clients.“ (Vgl. Fleming, Safe, S. 1).

⁵⁷¹ Vgl. Zeyer, Markt, S. 28; o.V., Friedemann, unter Druck, S. 17; o.V., Offene Kritik, S. 419.

⁵⁷² Vgl. o.V., Liquiditätspolster, S. 19; Friedemann, unter Druck, S. 17.

⁵⁷³ o.V., Transparenz, S. 23.

Dies führte dazu, daß einige Fondsmanager im Frühjahr 1998 erstmals interne Zahlen über Mieterträge, Verkehrswerte, Ertragsquellen, Liquidität und Fonds- kosten in die Rechenschaftsberichte aufgenommen haben.⁵⁷⁴ Ab Herbst 1998 wollen alle Fonds anstelle der Gesamtperformance die Immobilienperformance im In- und Ausland sowie die Performance aus liquiden Mitteln separat ausweisen.⁵⁷⁵ Abbildung 30 verdeutlicht den neuen Transparenzstandard an einem Praxisbeispiel:

Renditekennzahlen	Deutschland	Ausland	Gesamt
Immobilienrendite			
Bruttomietrendite ¹⁾	6,1%	7,5%	6,8%
Nettomietrendite ¹⁾	5,1%	7,2%	6,1%
Bewertungssrendite ¹⁾	-2,9%	2,9%	0,0%
Immobilien gesamtrendite vor Darlehensaufn. ¹⁾	2,2%	10,1%	6,1%
Immobilien gesamtrendite nach Darlehensaufn. ¹⁾	2,2%	11,3%	5,7%
Währungsänderungsrendite ²⁾	—	0,5%	0,2%
Immobilien gesamtrendite nach Währungsänd. ²⁾	2,2%	11,8%	5,9% ⁵⁾
Liquiditätsrendite³⁾			
			4,6% ⁵⁾
Fondsrendite⁴⁾			
vor Abzug der Fonds kosten			5,4%
nach Abzug der Fonds kosten			4,8%

1) bezogen auf das gesamte durchschnittliche Immobilienvermögen 1997/98

2) bezogen auf das durchschnittlich eigenkapitalfinanzierte Immobilienvermögen 1997/98

3) auf das durchschnittliche Liquiditätsvermögen

4) auf das durchschnittliche Fonds volumen 1997/98

5) erwirtschaftet mit einem im Geschäftsjahresdurchschnitt investierten Immobilienanteil von 59,8% des Fondsvermögens

6) erwirtschaftet mit einem im Geschäftsjahresdurchschnitt investierten Liquiditätsanteil von 40,2% des Fondsvermögens

Abbildung 30: Ergebniskomponenten der Fondsrendite am Beispiel des Haus-Invest-Fonds Rechenschaftsberichts 1997/98⁵⁷⁶

Somit erfolgt 40 Jahre nach der Entstehung der Offenen Immobilien-Publikumsfonds erstmals ein differenzierender Performanceausweis. Dagegen gelten bei

⁵⁷⁴ Vgl. Friedemann, unter Druck, S. 17.

⁵⁷⁵ Vgl. Hohmann, positiv, S. 169.

⁵⁷⁶ Vgl. CGI, Rechenschaftsbericht Haus-Invest 1997/98, S. 4. Ergänzend ist zu Abbildung 30 anzumerken, daß der Haus-Invest Fonds der größte, europäisch ausgerichtete Immobilienfonds ist und nur 44,2% seines Immobilienvermögens innerhalb Deutschlands hat. Wegen dieser Gewichtung kann die gute Performance der Auslandsimmobilien (11,8%) die Probleme im Inlandsbestand (2,2%) kompensieren, was zu einer Gesamt-Immobilienperformance von 5,9% führt.

Immobilien-Spezialfonds seit jeher konstruktionsbedingt sehr hohe Transparenzstandards.

3.3.2.12 Steuerliche Transparenz

Auf Ebene der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften besteht die reguläre Körperschafts- und Gewerbesteuerpflicht (§ 1 Abs. 1 Nr. 1 KStG und § 2 Abs. 2 Nr. 2 GewStG). Obwohl wegen der obligatorischen Treuhandlösung die Vermögensgegenstände der Fonds rechtlich im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft stehen, zählen sie nicht zu deren Betriebsvermögen.⁵⁷⁷ Daher wird die steuerliche Transparenz lediglich durch die steuerliche Behandlung des Verhältnisses zwischen Sondervermögen und Anleger gewährleistet.

Auf Ebene des Grundstücks-Sondervermögens findet wie bei Wertpapier-Sondervermögen keine Besteuerung statt, da es analog als steuerfreies Zweckvermögen definiert ist (§ 44 Abs. 1 S. 1 KAGG i.V.m. § 38 KAGG).⁵⁷⁸ Für die steuerliche Behandlung der im Fonds gebundenen liquiden Mittel und die damit verbundenen Auswirkungen auf das Transparenzprinzip gelten die Ausführungen zu den Wertpapierfonds.⁵⁷⁹ Allerdings bleibt für Grundstücks-Sondervermögen die zweijährige Spekulationsfrist bei Immobilien-Kapitalanlagen aufrecht erhalten, während für Wertpapier-Sondervermögen die sechsmonatige Spekulationsfrist bei Wertpapier-Kapitalanlagen aufgehoben wurde. Diese ungleiche Behandlung wurde damit begründet, daß aus Sicht des Gesetzgebers „angesichts der zweijährigen Spekulationsfrist der Vereinfachungsgesichtspunkt hier nicht ins Gewicht fällt.“⁵⁸⁰

Die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft hat das steuerliche Einkommen festzustellen, indem die erzielten Erträge des Anteils in liquiden Mitteln den ent-

⁵⁷⁷ Vgl. Carl / Förster, Recht, S. 129; Baur, Inländische Investment-Anteile, S. 771 Rz. 180.

⁵⁷⁸ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1334, Rz. 8.

⁵⁷⁹ Siehe hierzu Kapitel 3.2.2.10, S. 101ff.

⁵⁸⁰ Bundestag, Drucksache V/3840, S. 43. Die Beibehaltung der Spekulationsfrist erscheint mittlerweile jedoch insofern überdenkenswert, als im Rahmen des Immobilienportfoliomanagement zunehmend Bestandsumschichtungen vorgenommen werden, bei denen ggf. auch kurzfristige Marktzyklen ausgenutzt werden. Falls also die Spekulationsfrist für Immobilien - wie schon mehrfach diskutiert - von zwei Jahren auf fünf oder gar zehn Jahre erhöht werden sollte, wäre eine Aufhebung der Spekulationsfrist durchaus im Interesse der Anleger.

sprechenden Kosten - wie bei Wertpapierfonds - gegenübergestellt werden. Dagegen werden den Erträgen aus Vermietung und Verpachtung v.a. die Werbungskosten nach § 9 EStG gegenübergestellt, d.h.: nicht-umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungsaufwendungen, Grundsteuern, öffentliche Abgaben, Fremdkapitalzinsen sowie die Kosten für Hausmeister und -verwalter etc.⁵⁸¹ Hinsichtlich des Immobilienanteils ergeben sich jedoch einige wichtige Abweichungen vom Grundsatz der steuerlichen Transparenz.⁵⁸²

- Die durch den Immobilienanteil erzielten Erträge aus Vermietung und Verpachtung werden bei Privatanlegern als Einkünfte aus Kapitalvermögen i.S. des § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG qualifiziert (§ 45 Abs. 1 S. 1 KAGG). Der Gesetzgeber rechtfertigt diesen Systembruch damit, daß „durch die Einschaltung des Sondervermögens (...) die Erträge so weit von der ursprünglichen Quelle gelöst [sind], daß es richtig erscheint, sie nicht mehr zu Einkünften aus Vermietung und Verpachtung, sondern zu Einkünften aus Kapitalvermögen (...) zu rechnen.“⁵⁸³ Durch die Umqualifikation der Einkünfte unterliegen auch immobilienbezogene Erträge der Zinsabschlagsteuer.
- Bei der Ermittlung des steuerlichen Einkommens dürfen nur Abschreibungen angesetzt werden, die in § 7 EStG aufgeführt sind, d.h. im Gegensatz zur Immobilien-Direktanlage dürfen keine Sonderabschreibungen wahrgenommen werden.⁵⁸⁴ Diese Einschränkung wird damit begründet, daß davon Anleger profitieren würden, denen der Anteil über den Zeitraum der erhöhten Abschreibung gehört, während Erwerber, die sich erst danach am Fonds beteiligen würden, entsprechend benachteiligt wären. Außerdem wäre die Kontinuität der Ertrags- und Ausschüttungspolitik durch „vorgezogene“ Abschreibungen gefährdet. Diese Argumentation berücksichtigt jedoch nicht, daß eine (mittelfristige) zeitliche Verteilung von Sonderabschreibungen das Problem lösen könnte. Aus diesem Grund fordern die Immobilien-Kapital-

⁵⁸¹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1346, Rz. 11.

⁵⁸² Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1334, Rz. 8.

⁵⁸³ Bundestag, Drucksache V/3840, S. 43.

⁵⁸⁴ Vgl. hierzu und zum folgenden Baur, Investmentgesetze, S. 1349, Rz. 17.

anlagegesellschaften schon seit jeher die Anpassung der Abschreibungsmodalitäten.⁵⁸⁵

- Während Direktanlegern ein aktives Portfoliomanagement mit reger An- und Verkaufstätigkeit (gewerblicher Grundstückshandel) und umfangreichen Managementaktivitäten nicht ohne Gewerbesteuerpflicht möglich ist, sind Offene Immobilienfonds von der Gewerbesteuer befreit.

Auf Ebene des Anlegers gelten bei der einkommen- bzw. körperschaftsteuerlichen Behandlung der Erträge Offener Immobilienfonds hinsichtlich des Liquiditätsanteils die entsprechenden Vorschriften für Wertpapierfonds,⁵⁸⁶ d.h. nachfolgend ist nur auf den Immobilienanteil einzugehen. Dabei ist wiederum zu unterscheiden, ob die Fondsanteile im Privat- oder Betriebsvermögen gehalten werden und ob Ausschüttung und Thesaurierung erfolgt (Abbildung 31).

	Privatvermögen	Betriebsvermögen
I. Ausschüttung		
Mieteinnahmen	Ja	Ja
Zinseinnahmen	Ja	Ja
Ertragsausgleich	Ja	Ja
Immobilien-Veräußerungsgewinne		
– Haltedauer ≥ 2 J.	Nein	Ja
– Haltedauer < 2 J.	Ja	Ja
Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Ja
II. Thesaurierung		
Mieteinnahmen	Ja	Ja
Zinseinnahmen	Ja	Ja
Ertragsausgleich ¹⁾	Ja	Ja
Immobilien-Veräußerungsgewinne		
– Haltedauer ≥ 2 J.	Nein	Nein ²⁾
– Haltedauer < 2 J.	Ja	Ja
Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Nein ²⁾

¹⁾ Der auf steuerfreie Erträge entfallende Anteil des Ertragsausgleichs ist steuerfrei.

²⁾ Bei späterer Ausschüttung (Entnahme aus Vortrag) sind diese Einnahmen zu versteuern.

Abbildung 31: Steuerpflicht der Einnahmearten von Offenen Immobilienfonds⁵⁸⁷

⁵⁸⁵ Vgl. Laux, Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, S. 1148. An dieser Stelle ist jedoch darauf hinzuweisen, daß die eingeschränkten Abschreibungsmöglichkeiten die meisten Offenen Immobilienfonds davon abgehalten haben, sich im großen Stil in den neuen Bundesländern als Investoren zu engagieren. Dies ist im Nachhinein durchaus positiv zu werten.

⁵⁸⁶ Siehe dazu Kapitel 3.2.2.10, S. 101ff.

⁵⁸⁷ Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 557.

Bei Fondsanteilen im Privatvermögen werden Einkünfte aus Kapitalvermögen erzielt.⁵⁸⁸ Unabhängig von Ausschüttung oder Thesaurierung sind die laufenden Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung nach Abzug der angefallenen Abschreibungen und Aufwendungen steuerpflichtig (§ 45 Abs. 1 S. 1 KAGG). Die kalkulatorischen Erträge, die primär die Eigengeldverzinsung für fondsinterne Bauzinsen⁵⁸⁹ und den Ertragsausgleich der fondsinternen Stückzinsrechnung⁵⁹⁰ umfassen, sind teilweise steuerfrei. Außerordentliche Erträge aus Immobilien-Veräußerungsgewinnen, bei denen die zweijährige Spekulationsfrist beachtet wurde, sind bei Ausschüttung steuerfrei (§ 46 Abs. 1 KAGG). Im Fall der Thesaurierung können diese Veräußerungsgewinne aus der Rückgabe bzw. dem Verkauf von Fondsanteilen nach Ablauf der sechsmonatigen Spekulationsfrist steuerfrei realisiert werden.

Bei Fondsanteilen im Betriebsvermögen werden Einkünfte aus Gewerbebetrieb, selbständiger Arbeit oder Land- und Forstwirtschaft erzielt.⁵⁹¹ Die laufenden und außerordentlichen Erträge unterliegen derselben Steuerpflicht wie bei Privatvermögen. Dagegen sind Immobilien-Veräußerungsgewinne bei Ausschüttung generell steuerpflichtig, während sie bei Thesaurierung erst zum Zeitpunkt der Veräußerung des Fondsanteils zu versteuern sind (Abbildung 31).

Bei Ausschüttung (Regelfall) hat die Kapitalanlagegesellschaft die Anleger zum Zwecke der Besteuerung gemäß § 47 Abs. 1 KAGG über folgendes in Kenntnis zu setzen: Den Ausschüttungsbetrag, die nach Ablauf der zweijährigen Spekulationsfrist steuerfrei erzielten Immobilien-Veräußerungsgewinne, die ausländischen Einkünfte, den Anteil und Betrag der Kapitalertragsteueranrechnung oder -erstattung, sowie den Betrag bestimmter, anrechenbarer, ausländischer Steuern auf ausländische Einkünfte. Erträge aus Immobilienanlagen im Ausland bleiben nach § 40 Abs. 3 KAGG i.d.R. unter Berücksichtigung des Pro-

⁵⁸⁸ Vgl. hierzu und zum folgenden Alda, Offene Immobilienfonds, S. 556ff.

⁵⁸⁹ Siehe hierzu Baur, Investmentgesetze, S. 1351, Rz. 22.

⁵⁹⁰ Siehe hierzu Baur, Investmentgesetze, S. 1352, Rz. 24.

⁵⁹¹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1344, Rz. 4.

gressionsvorbehalts für die Anleger steuerfrei, wenn die Besteuerung im Belegeneheitsland erfolgt und ein Doppelbesteuerungsabkommen vorliegt.⁵⁹²

Auch Offene Immobilienfonds unterliegen dem Zinsabschlag von 30% bzw. 35% auf Tafelgeschäfte (derzeit durch den 5,5%-igen Solidaritätszuschlag 31,65% bzw. 36,93%). Der Zinsabschlag wird für den Liquiditätsanteil entsprechend der für Wertpapierfonds geltenden Vorschriften erhoben.⁵⁹³ Hinsichtlich des Immobilienanteils erstreckt sich der Zinsabschlag auch auf die Miet- und Pachterträge (§ 44 S. 2 KAGG i.V.m. § 45 KAGG).⁵⁹⁴ Freigestellt vom Zinsabschlag sind dagegen wiederum Immobilien-Veräußerungsgewinne, sofern sie nach Ablauf der zweijährigen Spekulationsfrist realisiert wurden (§ 44 S. 3 KAGG i.V.m. § 38b Abs. 1 S. 1 Nr. 4 KAGG) und der darauf entfallende Ertragsausgleich (§ 49 KAGG i.V.m. § 38b Abs. 1 S. 1 Nr. 4 KAGG).⁵⁹⁵ Der Zinsabschlag hat durch die Anrechnung jedoch lediglich Vorauszahlungscharakter.

	ZAST (30% / 35%) Besteuerung v. Ausschüttung & Thesaurierung	Zwischengewinn Besteuerung v. „unterjährigen“ Fondserträgen
Dividenden	Nein	Nein
Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren	Ja	Ja
Zinsen aus Bankguthaben		
– Inländische Zinserträge	Ja	Ja
– Ausländische Zinserträge	Nein	Ja
Miet- und Pachterträge	Ja	Nein
Veräußerungsgewinne aus Wertpapieren und Bezugsrechten an Kapitalgesellschaften	Nein	Nein
Immobilien-Veräußerungsgewinne		
– Haltedauer \geq 2 J.	Nein	Nein
– Haltedauer $<$ 2 J.	Ja	Nein
Gewinne aus Optionen, Finanzterminkontrakten und Kurssicherungsgeschäften	Nein	Nein
Andere Erträge (z.B. Erstattung ausländischer Quellensteuer, HV-Prämien)	Nein	Nein

Abbildung 32: Besteuerung der Investmenterträge Offener Immobilienfonds⁵⁹⁶

⁵⁹² Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 561.

⁵⁹³ Siehe hierzu Kapitel 3.2.2.10, S. 101ff.

⁵⁹⁴ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1338, Rz. 20.

⁵⁹⁵ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 1338, Rz. 20.

⁵⁹⁶ Vgl. Alda, Offene Immobilienfonds, S. 560.

Auch Zwischengewinne werden durch den Zinsabschlag entsprechend erfaßt. Die Besteuerung der Zwischengewinne liquider Mittel erfolgt wie bei Wertpapierfonds. Dagegen sind - wegen fehlender Rechtsgrundlage - weder Miet- und Pachterträge, noch steuerpflichtige Immobilien-Veräußerungsgewinne bei der Ermittlung des Zwischengewinns zu berücksichtigen.⁵⁹⁷

Durch die Umqualifikation der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung in Einkünfte aus Kapitalvermögen ergeben sich einige Einschränkungen des Grundsatzes steuerlicher Transparenz:⁵⁹⁸

- Private Fondsanleger können den Sparer-Freibetrag i.H.v. DM 6.000 bzw. 12.000 nach § 20 EStG geltend machen, während die Erträge aus Immobilien-Direktanlagen vollständig als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung versteuert werden müßten.
- Die Spekulationsfrist beim Verkauf von Beteiligungen an Offenen Immobilienfonds beträgt sechs Monate; dagegen dauert sie beim Verkauf einer Immobilien-Direktanlage zwei Jahre.
- Im Rahmen der Erbschaft- und Schenkungsteuer werden Anteile Offener Immobilienfonds mit ihren Rücknahmepreisen als Bemessungsgrundlage erfaßt, in die der Immobilienanteil auf Basis zeitnah ermittelter Verkehrswerte einfließt. Dagegen werden bei der Immobilien-Direktanlage zu diesem Zweck die i.d.R. deutlich niedrigeren Grundbesitzwerte (Einheitswerte) als Bemessungsgrundlage herangezogen.⁵⁹⁹

Abschließend ist festzuhalten, daß bei Offenen Immobilienfonds v.a. durch die Umqualifikation der Einkünfte wesentlich mehr Abweichungen vom Grundsatz der steuerlichen Transparenz festzustellen sind als bei den Wertpapierfonds. Insgesamt kann die steuerliche Transparenz jedoch als weitgehend erfüllt bezeichnet werden.

⁵⁹⁷ Siehe dazu Baur, Investmentgesetze, S. 1356, Rz. 38f.

⁵⁹⁸ Vgl. Beckmann / Scholtz, Investment, 425, vor § 37a, S. 11, Rz. 12.

⁵⁹⁹ Siehe dazu Thomas / Leopoldsberger / Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 389f.

3.3.3 Angebotsanalyse

3.3.3.1 Übersicht

Die anschließende Untersuchung der Offenen Immobilienfonds erfolgt anhand desselben Klassifikationsrasters, das auch für die Angebotsanalyse der Fonds der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften verwendet wurde, um eine direkte Vergleichbarkeit herzustellen (Abbildung 33).

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Offene Immobilienfonds		
Anlagevolumina	Offene Immobilienfonds		
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Managementstrategie	Fixed Type (Passive Anlagepolitik)	Flexible Type (Aktive Anlagepolitik)	Semi-Flexible Type
Gründungsmethode	Cash Method (erst Kapitalbeschaffung)	Appropriation Method (erst Kapitalanlage)	Mischformen
Beendigungsmethode	Fonds ohne Laufzeitbegrenzung		
Ausgabeaufschlagregelung	Load Fonds (mit Ausgabeaufschlag)		
Ausschüttungsregelung	Distributive Fonds (volle Ausschüttung unter Berücksichtigung ordnungsgemäßer Instandhaltung)		
Anlegerspektrum	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen
Anlegervolumina	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen

Abbildung 33: Analyse der Offenen Immobilienfonds als Angebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

3.3.3.2 Anlagespektrum

Im Gegensatz zur Vorgehensweise bei den Wertpapierfonds werden anschließend die Anlagegrenzen ausführlich behandelt, da sich daraus erhebliche Auswirkungen auf das Fondsangebot ergeben. Generell gelten für Offene Immobilienfonds die Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen, sofern die Besonderen Vorschriften für Grundstücks-Sondervermögen keine eigene Regelung enthalten (§ 26 KAGG).

Insbesondere bei Publikumsfonds kann die Bedeutung des Liquiditätsanteils nicht unterschätzt werden, da erst dadurch die laufende Rückgabe von Anteilszertifikaten ermöglicht wird.⁶⁰⁰ Dagegen ist die Fondsliquidität bei Spezialfonds konstruktionsbedingt von untergeordneter Bedeutung.⁶⁰¹ In jedem Fall muß mindestens 5% des Sondervermögens als „Barreserve“⁶⁰² in Bankguthaben mit einer Kündigungsfrist bis zu maximal einem Jahr oder in lombardfähigen Wertpapieren angelegt sein (§ 35 S. 1 KAGG). Dabei wird aufgrund des geringen Risikogrades i.d.R. auf inländische festverzinsliche Wertpapiere zurückgegriffen.⁶⁰³ Obwohl über die 5%-ige Barreserve hinaus weitere 5% in inländischen Aktien gehalten werden dürfen (§ 35 Abs. 1 S. 3 KAGG), wird davon i.d.R. kein Gebrauch gemacht.⁶⁰⁴

Da der Gesetzgeber bis dato keine ausdrückliche Obergrenze für die Liquiditätsreserve vorsah, ist die Höchstgrenze in den Besonderen Vertragsbedingungen festgelegt. Üblicherweise wird entsprechend § 3 Abs. 1 BVB⁶⁰⁵ eine 49%-Höchstgrenze vertraglich vorgesehen,⁶⁰⁶ um den Produktcharakter als Immobilienfonds zu wahren. Trotzdem werden Offene Immobilien-Publikumsfonds bei weiten Anlegerkreisen als „Gemischte Immobilien- und Rentenfonds“ wahrgenommen.⁶⁰⁷ Dieser Eindruck basiert nicht zuletzt darauf, daß das 49%-Limit bereits vereinzelt überschritten wurde.⁶⁰⁸ Strittig war jedoch immer wieder die Frage, wie die Liquiditätsreserve zu definieren sei, da sie oft Beträge enthält, die fest für Grundstückskäufe, Bauleistungen oder Kaufpreise vorgesehen sind.⁶⁰⁹

⁶⁰⁰ Vgl. Wettestkind, Renten, S. 437.

⁶⁰¹ Vgl. Becker / Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 584. Nach der Deutschen Bundesbank (Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 54) betrug Ende 1997 der Immobilienanteil am Fondsvermögen bei Publikumsfonds 69% und bei Spezialfonds 89%. Im Umkehrschluß war der Anteil der liquiden Mittel bei Publikumsfonds mit 31% also knapp dreimal so hoch wie bei Spezialfonds mit 11%.

⁶⁰² Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 67.

⁶⁰³ Vgl. Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414; Wettestkind, Renten, S. 437.

⁶⁰⁴ Vgl. Wettestkind, Renten, S. 437.

⁶⁰⁵ Vgl. dazu Baur, Investmentgesetze, S. 993, Rz. 6.

⁶⁰⁶ Vgl. Schlag, Innovative Formen, S. 17; Hackeneis, Liquiditätsmanagement, S. 456.

⁶⁰⁷ Vgl. Wettestkind, Renten, S. 437.

⁶⁰⁸ Vgl. Hackeneis, Liquiditätsmanagement, S. 460.

⁶⁰⁹ Vgl. dazu ausführlich Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 67f. Dieses Problem resultiert im wesentlichen daraus, daß bei Grundstückserwerb und speziell bei Baumaßnahmen die Zahlung erst bei Leistung und nicht bei Vertragsabschluß erfolgt. Nach Hackeneis (Liquiditätsmanagement, S. 457) durften nach der bisherigen Praxis des BAKred allerdings zweckgebundene Mittel (für Baumaßnahmen, etc.) nicht in Abzug gebracht werden.

Neben diesen Regelungen zum Liquiditätsanteil sind aber auch Vorschriften betreffend die Fremdfinanzierung zu beachten. Prinzipiell ist eine Belastung des Fondsvermögens nur möglich, „wenn dies in den Vertragsbedingungen vorgesehen und im Rahmen einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung geboten ist und die Depotbank der Belastung zustimmt, weil sie die Bedingungen, unter denen die Belastung erfolgen soll, für marktüblich erachtet“ (§ 37 Abs. 3 S. 1 KAGG). Die maximale Fremdfinanzierung ist auf 50% des Verkehrswertes des Immobilienportfolios - und nicht des Fondsvermögens - beschränkt (§ 37 Abs. 3 KAGG). Daraus folgt, daß es auf Grundstücksebene keine Anlagegrenzen gibt, d.h. bei einzelnen Objekten wäre eine hochgradige Fremdfinanzierung mit entsprechender Leverage darstellbar (Abbildung 34).

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität (§ 35 KAGG)	Mind. 5% des Fondsvermögens
An einer deutschen Börse notierte Aktien und festverzinsliche Wertpapiere (§ 35 Abs. 1 S. 4 KAGG)	Max. 5% des Fondsvermögens
Maximalliquidität (keine gesetzliche, sondern vertragliche Regelung)	Max. 49% des Fondsvermögens
Fremdfinanzierung insgesamt (§ 37 Abs. 3 KAGG)	Max. 50% des Immobilienvermögens
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene	Keine

Abbildung 34: Anlagegrenzen der Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung offener Immobilienfonds vor der KAGG-Novelle '98

In diesem Zusammenhang ist auf ein interessantes Sonderproblem hinzuweisen: Beim Erwerb ausländischer Grundstücke machen die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften i.d.R. von den o.g. Fremdfinanzierungsmöglichkeiten Gebrauch, um Investitionen steuerlich zu optimieren und Wechselkursrisiken zu reduzieren. Dies gilt primär für Akquisitionen in Großbritannien und den USA.

Dieser selektive Einsatz von Fremdkapital ist insofern durchaus im Interesse der Anleger. Gleichzeitig führt die Rückgabeproblematik jedoch dazu, daß sich in diesen Fällen eine aus wirtschaftlicher Sicht paradoxe Situation einstellt. Einerseits hat der Fonds einen relativ hohen Anteil an liquiden Mitteln im Bestand, andererseits sind Teile des Immobilienportfolios fremdfinanziert. Dies führt i.d.R. zu einem negativen Zinsspread und doppelten Transaktions- und Verwaltungskosten.

Die Vorschriften zur Risikostreuung innerhalb des Immobilienanteils sehen vor, daß ein Grundstücks-Sondervermögen aus mindestens zehn Grundstücken bestehen muß, von denen zum Erwerbszeitpunkt keines mehr als 15% Anteil am Sondervermögen haben darf (§ 28 Abs. 1 und 2 KAGG).⁶¹⁰ Die Umgehung dieses Tatbestandes durch Aufteilung eines Objektes in mehrere Parzellen ist nicht möglich, da § 28 Abs. 3 KAGG ein aus mehreren wirtschaftlichen Einheiten bestehendes Grundstück als Einzelgrundstück definiert.

Für ein Grundstücks-Sondervermögen dürfen nach § 27 Abs. 1 KAGG zunächst nur Liegenschaften innerhalb der Europäischen Gemeinschaft bzw. Union (EG bzw. EU) ergänzt um den europäischen Wirtschaftsraum (EWR), d.h. Island, Norwegen und Liechtenstein,⁶¹¹ erworben werden.⁶¹² Die Nutzungsarten werden auf Mietwohn-, Geschäfts- und gemischtgenutzte Grundstücke beschränkt. Obwohl es möglich ist, derartige Objekte durch Projektentwicklungsmaßnahmen in Eigenregie zu erstellen, wird sowohl der Anteil der Grundstücke im Zustand der Bebauung (wobei der Bauabschluß absehbar sein muß), als auch der Anteil der unbebauten Grundstücke (wobei die baldige Bebauung möglich sein muß) auf maximal 20% des Sondervermögens begrenzt.⁶¹³

⁶¹⁰ Nach Waldmann (neue Kapitalanlagegesetz, S. 414) forderten die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bereits vor dem 1. FMFG eine Erhöhung dieser Grenze: „So sollte das zulässige Einzelobjektvolumen von 15% auf 20% des Fondsvermögens angehoben werden. Aufgrund des zunehmenden Gewichts an Großobjekten/projekten in Ballungsräumen ist diese Anhebung für die Geschäftstätigkeit (...) von erheblicher Bedeutung. Insbesondere bei kleineren Fonds besteht aufgrund der im Gesetz genannten Grenze nur in Ausnahmefällen die Möglichkeit, sich an derart ertrags- und aussichtsreichen Grundstücken zu beteiligen.“

⁶¹¹ Vgl. Baur, Inländische Investmentanteile, S. 725, Rz. 48.

⁶¹² Auch diese Anlagegrenze war vor dem 1. FMFG umstritten (Vgl. Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414): „Die (...) Grenze von 20% für den Erwerb von Grundstücken außerhalb von EG-Mitgliedstaaten trägt dem Anlegerbedürfnis, (...) an den entwickelten US-amerikanischen und kanadischen Immobilienmärkten zu partizipieren, nicht Rechnung. Die Grundstücksinvestition-Gesellschaften schlagen daher vor, in der Novelle Grundstücksfonds, die ausschließlich außerhalb der EG in einem OECD-Land anlegen dürfen, vorzusehen. Dieser Vorschlag entspricht auch dem Bedürfnis nach Klärung der Risikolage; hierdurch würde die Mischung von Inlands- und EG-Grundstücken mit OECD-Grundstücken vermieden.“

⁶¹³ Diese Anlagegrenzen betragen bis zum 1. FMFG nur jeweils 10%. Die Erhöhung auf 20% ergab sich als Zugeständnis des Gesetzgebers auf die Forderung nach deren Abschaffung (Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414): „Im Zuge der Deregulierung würden es die Fondsgeellschaften begrüßen, wenn diese Grenzen schließlich aufgehoben und die Anlageregeln der geschäftspolitischen Zielsetzung und Verantwortung der jeweiligen Geschäftsführung mit ihren Aufsichtsgremien überlassen würden. Die Anlagebedürfnisse verlagern sich nämlich zunehmend auf Neubaumaßnahmen, was sowohl der Renditeverbesserung als auch der Substanzverjüngung der Fondsvermögen durchaus bekömmlich ist.“

Dadurch soll sichergestellt werden, daß Offene Immobilienfonds primär Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielen⁶¹⁴ und nicht unverhältnismäßig hohe Risiken durch Developmentaktivitäten eingehen. Darüber hinaus dürfen auch Erbbaurechte erworben werden, sofern sie den o.g. Anlagegrenzen entsprechen.

Dieser Anlagekatalog faßt jedoch nur die qualitativen Mindestanforderungen des Gesetzgebers zusammen. Ergänzend dazu dürfen auch andere Grundstücke erworben werden, sofern die Vertragsbedingungen dies vorsehen und ein dauerhafter Ertrag zu erwarten ist (§ 27 Abs. 2 KAGG): Einerseits handelt es sich dabei um andere in der EG bzw. EU / EWR belegene Grundstücke, Erbbaurechte sowie Rechte in Form des Wohn- und Teileigentums oder des Wohnungs- und Teilerbbaurechts; für derartige Objekte gilt jedoch eine Obergrenze in Höhe von 10% des Sondervermögens (§ 27 Abs. 2 S. 2 KAGG). Andererseits dürfen auch außereuropäische Grundstücke erworben werden, sofern sie den o.g. Anforderungen des § 27 Abs. 1 KAGG entsprechen. Deren Wert wird jedoch auf maximal 20% des Sondervermögens begrenzt (§ 27 Abs. 2 S. 2 KAGG), wovon wiederum jeweils bis zu 20% auf unbebaute oder in Bebauung befindliche Grundstücke entfallen darf (§ 27 Abs. 2 S. 4 KAGG). Somit ergibt sich bei voller Ausnutzung der Erwerbsgrenzen eine Obergrenze von jeweils 4% für unbebaute Grundstücke und Grundstücke im Zustand der Bebauung außerhalb Europas.⁶¹⁵ Begründet werden diese einschneidenden Restriktionen des außereuropäischen Geschäfts damit, daß das daraus resultierende Wechselkursrisiko „nicht mit den Belangen der Anleger vereinbar sei“⁶¹⁶ (Abbildung 35).

⁶¹⁴ Vgl. Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 37f.; Schlag, Innovative Formen, S. 16; Bone-Winkel, Management, S. 73.

⁶¹⁵ Vgl. Bals, Position, S. 42f.

⁶¹⁶ Carl / Förster, Recht, S. 117.

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Grundstücke (§ 28 Abs. 1 KAGG)	Mindestens 10 (Wirtschaftliche Betrachtung)
Einzelobjektanteil zum Erwerbszeitpunkt (§ 28 Abs. 2 KAGG)	Max. 15%
Mietwohn-, Geschäfts- und Gemischtgenutzte Grundstücke (§ 27 Abs. 1 Nr.1 KAGG)	Keine (außerhalb EU / EWR: max. 20%)
Grundstücke im Zustand der Bebauung (§ 27 Abs. 1 Nr. 2 KAGG)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: max. 4%)
Unbebaute Grundstücke (§ 27 Abs. 1 Nr. 3 KAGG)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: max. 4%)
Erbbaurechte (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. Abs. 1 Nr. 1-3 KAGG)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: keine)
Andere Grundstücke und Rechte (§ 27 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 KAGG)	Max. 10% (außerhalb EU / EWR: keine)

Abbildung 35: Anlagegrenzen des Immobilienanteils Offener Immobilienfonds vor der KAGG-Novelle '98

Darüber hinaus dürfen auch Gegenstände erworben werden, die zur Bewirtschaftung der Grundstücke erforderlich sind (§ 27 Abs. 4 KAGG). Die Kapitalanlagegesellschaft darf Objekte nicht selbst als Nutzer bewirtschaften (bspw. Hotels), sondern muß sich auf die Rolle des Vermieters beschränken. Damit soll sichergestellt werden, daß unternehmerische Risiken weitgehend ausgeschaltet werden, und daß der Fonds den Charakter einer „reinen“ Immobilienanlage ohne zusätzliche Managementrisiken aus anderen geschäftlichen Aktivitäten trägt.⁶¹⁷

Für den Aufbau eines derart reglementierten Immobilienbestandes gewährt der Gesetzgeber durch § 29 KAGG eine vierjährige „Anlaufphase“⁶¹⁸. Obwohl das KAGG für Fonds generell kein Mindestvolumen fordert, verlangt das BAKred durch eine in § 13 Abs. 2 AVB vorgesehene Regelung nach der Übergangszeit ein Mindestanlagevolumen i.H.v. DM 100 Mio.⁶¹⁹ Diese Vorbedingung soll sicherstellen, daß der Kapitalanlagegesellschaft ein ausreichender Kapitalstock zur Verfügung steht, um die o.g. Vorschriften überhaupt einhalten zu können.

⁶¹⁷ An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, daß sich Konflikte durch erfolgsabhängige Mietvertragsgestaltung ergeben können, da die Kapitalanlagegesellschaft in diesen Fällen faktisch die Rolle eines Mitunternehmers einnimmt. Dieses Problem ergibt sich bspw. bei Einzelhandelsimmobilien, die mit Umsatzmietverträgen vermarktet wurden.

⁶¹⁸ Bals, Position, S. 43.

⁶¹⁹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 981, Rz. 6.

Neben der Erfüllung dieser zahlreichen Restriktionen stellt die Gewichtung zwischen Immobilien- und Liquiditätsanteil aufgrund der Rückgabeproblematik das zentrale Problem des strategischen Managements Offener Immobilienfonds dar, wie folgende Aussage Brunners belegt:

„Offene Immobilienfonds vollziehen (...) einen in der Bankenwelt einmaligen Spagat: Sie investieren die durch die jederzeitige Rückgabemöglichkeit der Fondsanteile täglich fälligen Gelder in Liegenschaften, die ihrer Natur nach einen langfristigen Anlagecharakter haben und i.d.R. weder kurzfristig noch portioniert gekauft oder veräußert werden können.“⁶²⁰

Die goldene Regel der Fristenkongruenz wird daher durchbrochen, um durch eine Fristentransformation die Schaffung einer „täglich fälligen Immobilie“ darstellen zu können.⁶²¹ Ermöglicht wird die Fungibilität jedoch nur durch das vorzuhaltende Liquiditätspolster, d.h. der Anleger erwirbt de facto eine synthetische Immobilienbeteiligung mit variablem Liquiditätsanteil.

Die Höhe und Struktur der Liquiditätsreserve wirkt sich sowohl auf die Performance, als auch auf das steuerliche Ergebnis aus.⁶²² Falls diese Liquiditätsreserve nicht ausreicht, um die Mittelrückflüsse abzugelten, ist die Kapitalanlagegesellschaft durch § 36 KAGG dazu berechtigt, die Rücknahme bis zu maximal einem Jahr aufzuschieben („Katastrophenklausel“⁶²³). Diese Jahresfrist kann durch die Vertragsbedingungen auf zwei Jahre verlängert werden.⁶²⁴ Spätestens dann darf die Kapitalanlagegesellschaft Grundstücke beleihen, um Liquidität zur Rücknahme der Anteile zu beschaffen.

⁶²⁰ Brunner, Liquiditätsmanagement, S. 18.

⁶²¹ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 982, Rz. 8.

⁶²² Vgl. Brunner, Liquiditätsmanagement, S. 18.

⁶²³ Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414.

⁶²⁴ Nach Waldmann (neue Kapitalanlagegesetz, S. 414f.) sprachen sich die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor dem 1. FMFG gegen den gesetzlichen Zwang zu einer einheitlichen Rückgaberegelung aus: „Die Investmentgesellschaften schlagen (...) die fakultative Kündigungsregelung vor. Hierdurch wird eine größere Flexibilität zur Erfüllung von Rücknahmebegehrungen und die Vermeidung von Aussetzungen bei Liquiditätsengpässen, die zu unübersehbaren Folgen für die Investmentbranche führen könnten, ermöglicht. Jede Gesellschaft kann, sofern sie das in ihren Vertragsbedingungen vorsehen darf, frei entscheiden, ob sie bei Rückgabe von Anteilscheinen und Auszahlung des entsprechenden Anteils eine Kündigungsfrist vorschaltet oder nicht. Die Dauer der Kündigungsfrist kann im Rahmen der gesetzlichen Frist von maximal zwei Jahren frei bestimmt werden.“ Auf diese Forderung ließ sich der Gesetzgeber (erwartungsgemäß) nicht ein.

Diese Einschränkungen der Rückgabeverpflichtung sollen bezecken, daß die Rückgabeaktivitäten bestimmter Anleger nicht zu Lasten der verbleibenden Anleger erfolgen. Dieses Problem der Substanzverwässerung könnte sich ergeben, wenn die Kapitalanlagegesellschaft bspw. durch eine nachhaltige Marktverschlechterung oder das plötzliche Ausscheiden großer Anleger bzw. Anlegergruppen mit einer massiven Rückgabewelle konfrontiert wäre. Müßte sie in dieser Situation das Open-End Prinzip in strenger Auslegung befolgen, wäre u.U. ein Abverkauf von Objekten unter Zeitdruck die Folge.

Daraus drohen wegen der eingeschränkten Vermarktungszeit Wertabschläge auf den Verkehrswert.⁶²⁵ Außerdem wäre eine Substanzverschlechterung dadurch zu erwarten, daß i.d.R. die hochwertigsten Objekte die höchste Marktängigkeit besitzen. Damit jedoch nicht genug: Eine derartige Rückgabekrise könnte weitere Rückgaben hervorrufen und die Situation für die restlichen Anleger weiter verschärfen.

Die Bedeutung der Rückgabeproblematik für Offene Immobilien-Publikumsfonds wurde an einem konkreten Fall besonders deutlich: Als der DEGI-Geschäftsführer Hohmann im Frühjahr '97 in einem FAZ-Artikel mit der Aussage zitiert wurde „Bis Anfang der neunziger Jahre haben wir paradiesische Zustände am Immobilienmarkt gehabt, jetzt sind die goldenen Zeiten vorbei“⁶²⁶, hatte dies für den DEGI-Fonds einen Mittelrückfluß von ungefähr 5% innerhalb kürzester Zeit zur Folge.

Das „Damoklesschwert“⁶²⁷ der Rücknahmeverpflichtung ist jedoch zweischneidig, da es nicht nur eine Rücknahme-, sondern auch eine Emissionsproblematik verursacht, wie folgende Stellungnahme stellvertretend zeigt:

„Das Vermögen der offenen Immobilienfonds, das Anfang der neunziger Jahre noch bei 10 Milliarden DM lag, erhöhte sich sprunghaft auf 80 Milliarden DM. Dieser Zustrom hat sogar zu Auseinandersetzungen mit dem Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen in Berlin geführt (...). So beklagen Fondsmanager, daß das Amt nicht immer genug Verständnis gezeigt und einige offene Fonds in eine unangenehme Lage versetzt habe. Als ihnen 1995 / 1996 immer mehr Anlage-

⁶²⁵ Vgl. Hackeis, Liquiditätsmanagement, S. 458f.

⁶²⁶ Friedemann, Abmagerungskur, S. 28.

⁶²⁷ Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414.

kapital zufloß und [man] sich der kritischen Obergrenze von 50 Prozent des Vermögens näherte, habe das Amt 'blaue Briefe' an die Manager geschickt und sie gemahnt, das Geld wie vorgeschrieben umgehend in Immobilien zu investieren. Daß Milliardenbeträge nicht in kurzer Zeit in ausgewählte Immobilien investiert werden können, habe die Aufsichtsbeamten wenig gekümmert. Diese vom Vorsichtsprinzip geleitete Politik hat einige Fondsmanager so sehr verstimmt, daß sie nun über Immobilienfonds auf Aktien nachdenken, um frei von der Aufsicht schalten und walten zu können, wie sie meinen zum Wohl der Anleger, dem aber auch das Amt verpflichtet ist.⁶²⁸

Die einzigen Reaktionsmöglichkeiten auf einen zwischenzeitlichen Anlagedruck bestehen darin, daß „sich die Fonds (...) durch eine zügige Umschichtung in Immobilien oder einen Vertriebsstop [davon] befreien.“⁶²⁹ Dabei erscheint letzteres im Fall fehlender Anlagealternativen am Immobilienmarkt und im Hinblick auf die Wahrung der Anlegerinteressen als die bessere Lösung.⁶³⁰ Allerdings ergibt sich insofern ein Interessenkonflikt, als ein Vertriebsstop nicht im Sinne der Kapitalanlagegesellschaft bzw. der dahinter stehenden Depotbank ist.

Besonders bemerkenswert ist, daß wegen der geschilderten Liquiditätsprobleme selbst Geschäftsführer von Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften offen über die Initiierung von Immobilien-Aktiengesellschaften als Anlagealternative nachdenken.

3.3.3.3 Anlagevolumina

Die Marktentwicklung der Offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren ist durch starkes Wachstum der Fondsvermögen und Unterschiede zwischen Publikums- und Spezialfonds geprägt.⁶³¹ Die Publikumsfonds wachsen primär durch Nettomittelzuflüsse bei den bestehenden Fonds, da kaum neue Fonds aufgelegt werden.⁶³² Dagegen hat sich die Anzahl der Spezialfonds im gleichen

⁶²⁸ Friedemann, unter Druck, S. 17.

⁶²⁹ Hohmann, Mittelzufluß, S. 102.

⁶³⁰ Vgl. Hohmann, Mittelzufluß, S. 102.

⁶³¹ Siehe für eine Darstellung der Marktentwicklung von 1980 bis 1988 Deutsche Bundesbank (Investmentsparen, S. 39) und von 1989 bis 1993 Deutsche Bundesbank (Investmentzertifikaten, S. 60f.).

⁶³² Seit 1990 wurden insgesamt drei Fonds - die beiden Immobilienfonds der Credis sowie der DeSpaEurope der DeSpa - neu aufgelegt; im Jahr 1994 wurde der AGI-Fonds liquidiert, indem er mit dem Haus-Invest-Fonds der CGI verschmolzen wurde.

Zeitraum mehr als verdoppelt, d.h. Marktwachstum findet durch Erschließung neuer Anlegergruppen statt (Abbildung 36).⁶³³

Jahr	Publikumsfonds			Spezialfonds		
	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio DM)	Fonds-anzahl	Σ -Fonds-verm. (Mio DM)	$\bar{\sigma}$ -Fonds-verm. (Mio DM)
1990	14	17.954	1.282	7	930	133
1991	14	20.926	1.495	7	1.243	178
1992	15	28.145	1.876	8	1.562	195
1993	15	44.245	2.950	9	2.823	314
1994	16	52.035	3.252	10	3.387	339
1995	15	59.856	3.990	10	3.866	387
1996	15	74.224	4.948	13	4.193	322
1997	16	81.026	5.064	16	4.505	282

Abbildung 36: Entwicklung der Offenen Immobilienfonds (1990-1997)⁶³⁴

Stellt man jedoch Publikums- und Spezialfonds hinsichtlich ihrer relativen Bedeutung gegenüber, wird deutlich, daß beide Fondstypen - insbesondere im Vergleich zu den Wertpapier-Spezialfonds - in einem Mißverhältnis zueinander stehen. Die Publikumsfonds mit einer Durchschnittsgröße von ca. DM 5 Mrd. sind sehr groß, während die Spezialfonds mit einer Durchschnittsgröße von ca. DM 282 Mio. relativ klein sind. Daher entfiel 1997 bei gleicher Fondsanzahl (16) auf die Publikumsfonds ein Marktanteil von knapp 95% bezogen auf das gesamte Fondsvermögen (Abbildung 36).

3.3.3.4 Spezialisierungsstrategie

Ebenso wie die Wertpapierfonds lassen sich die Offenen Immobilienfonds in inländische und internationale Fonds unterscheiden. Während die Spezialfonds bisher fast ausschließlich im Inland tätig sind, haben die meisten Publikumsfonds ihre Auslandsengagements in den letzten Jahren erheblich ausgebaut.⁶³⁵ Ausschlaggebend dafür waren die enormen Mittelzuflüsse (Abbildung 36) i.V.m.

⁶³³ Siehe dazu die ausführlichen Darstellungen bei Kandlbinder, Belebung, S. 448ff.; Kandlbinder / Rossig, Wachstumstrend, S. 433ff.; Kandlbinder, Entwicklung, S. 450ff.; Kandlbinder, Zuwächse, S. 426ff.; Kandlbinder, Durchbruch, S. 364ff.

⁶³⁴ Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 2/98, S. 52.

⁶³⁵ Vgl. Ehrlich, Immobilienanlagen S. 379; o.V., Europa-Investitionen, S. 8; Bender, Offene Immobilienfonds, S. 23.

der inländischen Immobilienmarktrezession sowie die bessere Risikostreuung und die Verfolgung antizyklischer Anlagestrategien.⁶³⁶ Allerdings müssen die internationalen Fonds ihre Aktivitäten aufgrund der KAGG-Vorschriften und der Vertragsbedingungen überwiegend auf den europäischen Raum beschränken.⁶³⁷

Die Immobilienportfolios bestehen mittlerweile fast vollständig aus gewerblich genutzten Objekten,⁶³⁸ da Wohnimmobilien wegen der hohen Verwaltungintensität, der restriktiven Mietgesetze und des dadurch eingeschränkten Miet- und Wertsteigerungspotentials eher unrentabel sind.⁶³⁹ Innerhalb der Gewerbeimmobilien kommt den Büroimmobilien die größte Bedeutung zu, wobei Ballungsräume als Anlagestandorte dominieren. Zudem erfordern die immer kürzer werdenden Lebenszyklen zunehmend Development- und Redevelopmentaktivitäten.⁶⁴⁰ Neben reinen Büroobjekten werden auch Gewerbearks erworben, die einen relativ flexiblen Flächenmix aus Büro-, Service- und Lagerflächen aufweisen und an verkehrsgünstigen Standorten angesiedelt sind. Obwohl die Einzelhandelsanteile insgesamt eher gering sind, hat jeder der großen Fonds mindestens ein Einkaufszentrum im Portfolio. Ansonsten wird neben Geschäftshäusern in Citylagen auch in SB-Märkte, Warenhäuser und Fachmarktzentren investiert, um moderne Vertriebsformen abzudecken.⁶⁴¹

Beliebt sind auch gemischtgenutzte Objekte, die bspw. Einzelhandelsflächen im Erdgeschoß und Büros in den Obergeschossen kombinieren. Mit Hotels verhält es sich ähnlich wie mit Einkaufszentren, da jeder der größeren Fonds i.d.R. mindestens ein Hotel im Bestand hält. Für die Zurückhaltung in diesem Sektor

⁶³⁶ Vgl. Ehrlich, Ausland, S. 416.

⁶³⁷ An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, daß das BAKred den existierenden Fonds nicht gestattet, in den Besonderen Vertragsbedingungen ihren Anlagebereich nachträglich um Länder außerhalb des EU-/EWR-Raumes zu erweitern. Nicht zuletzt deshalb hat die DIFA neben den DIFA-Nr. 1 1985 den DIFA-Grund ins Leben gerufen (Ehrlich, Ausland, S. 414). Auch der Parallelfonds des DespaFonds, der 1997 gegründete DespaEuropa dürfte in erster Linie deshalb initiiert worden sein.

⁶³⁸ Vgl. hierzu und zum folgenden Alda, Offene Immobilienfonds, S. 562.

⁶³⁹ Siehe dazu Wundrack, Wohnobjekte, S. 438f. Allerdings haben die ersten Fonds in den 60-er und 70-er Jahren noch Wohnimmobilien erworben. Auch sie haben ihren Immobilienbestand mittlerweile auf Gewerbeimmobilien umgestellt. Vgl. Klusak, Internationales Immobilien-Institut, S. 377f.; Waldmann, Despa, S. 379f.; v. Zitzewitz, Einzelhandel, S. 439.

⁶⁴⁰ Siehe dazu ausführlich v. Zitzewitz, Bürogebäude, S. 464f.

⁶⁴¹ Siehe dazu ausführlich v. Zitzewitz, Einzelhandel, S. 439f.

dürfte jedoch weniger die Verfügbarkeit an Anlageobjekten, als die Problematik der in Deutschland üblichen Managementverträge anzusehen sein.

Während Sonderimmobilien wegen mangelnder Drittverwendungsfähigkeit und des Betreiberrisikos bislang gemieden wurden,⁶⁴² ziehen sie mangels Alternativen das Interesse einiger Fonds auf sich.⁶⁴³ Die erste Akquisition von Freizeitobjekten fand im Sommer '98 durch die DEGI statt, die ein Indoor-Wintersport-Freizeitzentrum in den Niederlanden mit Echteschne-Skianlage, Snowboardpisten und angegliederten Gastronomie-, Konferenz-, Fitness- und Einzelhandelsbereichen sowie ein Multiplex-Kino in Kassel erwarb.⁶⁴⁴ Derartige Ankäufe wären vor einigen Jahren noch undenkbar gewesen.

Diese Entwicklung zeigt jedoch, daß die eigentliche Besonderheit der Offenen Immobilienfonds darin besteht, daß sie - zumindest als Publikumsfonds - eigentlich nur als möglichst breit diversifizierte Standardfonds konzipiert sein können. Dies liegt daran, daß die Rücknahmeverpflichtung eine Spezialisierung auf bestimmte Standorte, wie bspw. Länder oder Regionen, oder eigenständige Marktsegmente, wie bspw. Büro- oder Einzelhandelsimmobilien, nicht zuläßt, da die verschiedenen Marktzyklen nicht fondsintern ausgeglichen werden könnten⁶⁴⁵ und somit keine stabile Performanceentwicklung darstellbar wäre (Abbildung 37).⁶⁴⁶

⁶⁴² Vgl. Ehrlich, Maßanzüge, S. 109.

⁶⁴³ Vgl. Bender, Immobilienfonds, S. 23.

⁶⁴⁴ Vgl. o.V., Freizeit-Immobilien, S. 37.

⁶⁴⁵ Siehe dazu auch das Beispiel des Haus-Invest-Fonds, der die schlechte Inlandsperformance mit einer guten Auslandsperformance ausgleichen konnte (Siehe Kapitel 3.3.2.11, S. 143ff. bzw. Abbildung 30, S. 145).

⁶⁴⁶ Dazu folgendes extreme Fallbeispiel: Man stelle sich vor, nach der Wiedervereinigung wäre ein Offener Immobilienfonds mit Anlagefokussierung auf ostdeutsche Einzelhandelsimmobilien gegründet worden. Ein solcher Fonds hätte vor dem Hintergrund der damaligen Osteuphorie vermutlich zunächst enorme Mittelzuflüsse verzeichnet und wäre unter entsprechendem Akquisitionsdruck gestanden. Der rasante Miet- und Wertverfall der letzten Jahre hätte aber mit großer Wahrscheinlichkeit zu einer Rückgabewelle geführt, die vermutlich zwangsläufig die Abwicklung des Fonds zur Folge gehabt hätte.

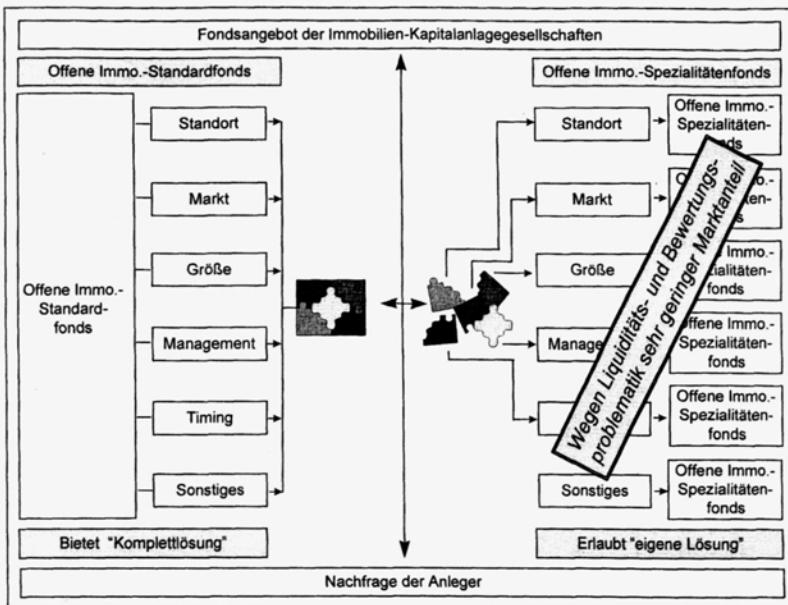


Abbildung 37: Differenzierung des Fondsangebots der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften in Standard- und Spezialitätenfonds

Die fehlende Spezialisierungsmöglichkeit lässt sich daher einerseits auf die Transaktionsproblematik der Immobilien zurückführen. Andererseits ist sie auch ein Ergebnis der Bewertungsproblematik, da der Aufbau eines entsprechend fokussierten Immobilienportfolios und der damit ggf. geschaffene Mehrwert nicht in der Bewertung reflektiert würde. Die Wertermittlung auf Einzelobjektebene spricht somit ebenfalls gegen Spezialisierungsstrategien bei Publikumsfonds. Da auch erst eine zunehmende Fondsgröße eine breite Diversifikation ermöglicht, wird somit verständlich, warum die Publikumsfonds primär im Fonds volumen, kaum aber in ihrer Fondsanzahl wachsen (Abbildung 36). Im Gegensatz zum „reichhaltigen Fondsmenü“⁶⁴⁷ der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften kann das Publikumsfondsangebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften somit nur als „magere Einheitskost“ bezeichnet werden. Die Publikumsfonds lassen

⁶⁴⁷ Strenger, Publikumswertpapierfonds, S. 26.

sich allenfalls über die Größe als „Spezialitätenfonds“ darstellen, da das Fonds-volumen ausschlaggebend für die Größenordnung der Fondsobjekte ist. Diese „Spezialisierung“ ist allerdings nicht Ausdruck einer gezielten Fondsstrategie, sondern primär das Ergebnis der Vertriebskraft der Depotbank.

Die bei den Aktienfonds übliche Unterscheidung in Blue-Chip, Mid-Cap und Small-Cap Fonds lässt sich daher sinngemäß auf Offene Immobilienfonds übertragen. Als Small-Cap Fonds können sämtliche Sondervermögen mit einem Volumen zwischen DM 250 Mio. und DM 1 Mrd. bezeichnet werden, da deren maximales Einzelobjektvolumen DM 150 Mio. nicht überschreiten darf (15%-Klausel). Als Mid-Caps können die Fonds mit Volumina zwischen DM 1 Mrd. DM 5 Mrd. eingeschätzt werden, deren Einzelobjektlimit entsprechend auf bis zu DM 750 Mio. steigt.⁶⁴⁸ Zu den Blue-Chip Fonds wären die großen Publikumsfonds zu zählen, die auch Einzelobjekte in einer Größenordnung von über DM 750 Mio. erwerben können.⁶⁴⁹ Bei diesen Fonds wird die Größe von Seiten des Fondsmanagements durchwegs nicht als Problem gesehen, sondern als Vorteil beurteilt.⁶⁵⁰ Diese Differenzierung ist aber auch insofern relevant, als die Fonds durch Nettomittelzuflüsse ihre Volumina sukzessive erhöhen und sich über diese Stadien hinwegentwickeln, d.h. jeder Blue-Chip Fonds war zuvor zunächst ein Small-Cap Fonds und dann ein Mid-Cap Fonds (Abbildung 38).

Einzel- objekt anteil	Fonds- und Einzelobjektvolumina (Mio. DM)				
	„Small-Cap Fonds“		„Mid-Cap Fonds“		„Blue-Chip Fonds“
	DM 250 Mio.	DM 1 Mrd.	DM 2,5 Mrd.	DM 5 Mrd.	DM 10 Mrd.
5%	12,5	50	125	250	500
10%	25	100	250	500	1.000
max. 15%	37,5	150	375	750	1.500

Abbildung 38: Klassifizierung in größenabhängige Spezialitätenfonds und Darstellung der Auswirkungen auf die Einzelobjektvolumina (Mio. DM)

⁶⁴⁸ Zu den Mid-Cap Fonds wären bspw. die Fonds der Westdeutschen Immobilienbank (West-Invest1) und BIG (ImmoInvest) zu zählen.

⁶⁴⁹ Zu den Blue-Chip Fonds wären bspw. die Fonds der Dresdner Bank (Grundwert) und der erste Fonds der Sparkassenorganisation (DespaFonds) zu zählen.

⁶⁵⁰ Siehe dazu die Aussagen von Geschäftsführern des Grundwert-Fonds, DespaFonds, Grundbesitz-Invest und der DIFA, die zu den zehn größten deutschen Investmentfonds überhaupt zählen (Stand: März 1997) bei Blohm, Fonds, S. 84f.

Im Gegensatz zu den Publikumsfonds gibt es mittlerweile erst zwei Spezialfonds, die sich im europäischen Ausland engagieren, während die anderen Fonds lediglich im Inland investieren.⁶⁵¹ Außerdem können Spezialfonds sowohl als Standard- als auch als Spezialitätenfonds ausgestaltet werden. Dabei ergeben sich allerdings wie bei den Wertpapierfonds u.U. fließende Übergänge zu den Spezialitätenfonds, da auch Standardfonds den Wünschen des oder der Anleger individuell angepaßt werden können.⁶⁵²

„So spart ein Anleger bestimmte Regionen aus, zum Beispiel den Einzugsbereich um seinen eigenen Standort; ein anderer läßt Substanz vor Cash flow rangieren. Letzteres bedeutet Zurückhaltung bei der Anlage in Verbrauchermärkten an peripheren Standorten und Bevorzugung von innerstädtischen Lagen. Dieser Anleger präferiert Objekte mit mehreren Mietern, um das Risiko zu streuen. Aus Gründen der Verwaltung zieht jener Anleger Objekte mit nur einem Mieter vor. Ein anderer will nur in Großstädten und großstädtischen Ballungsräumen investieren, während wiederum ein anderer auch Mittelstädte als geeignete Standorte sieht.“⁶⁵³

Der Großteil der Spezialfonds entfällt daher auf maßgeschneiderte Standardfonds, die überwiegend oder ausschließlich in Gewerbeimmobilien investieren. Daneben existieren bislang nur zwei Fonds, die sich als „echte“ Spezialitätenfonds klassifizieren lassen. Beide wurden für kirchliche Anleger bzw. Anlegergruppen aufgelegt. Dabei handelt es sich um einen Fonds der Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft, der ausschließlich in Sozialimmobilien investiert⁶⁵⁴ und um einen Fonds der DEFO, der sich auf den Erwerb von neuen und kostengünstig errichteten Wohnanlagen beschränkt.

Insgesamt wird deutlich, daß sich die Spezialisierungsstrategie nicht immer eindeutig darstellt, da Standardfonds oft einen Spezialitätenanteil einschließen. So halten bspw. bei den Publikumsfonds die Blue-Chip Fonds oft noch eine Reihe von kleineren Objekten im Bestand, die aus der Gründungszeit stammen. Auch die Spezialfonds lassen sich - wie oben dargestellt - entsprechend den Anlegerwünschen differenziert ausrichten.

⁶⁵¹ Vgl. Kandlbinder, Durchbruch, S. 369.

⁶⁵² Siehe dazu Kandlbinder, Durchbruch, S. 366.

⁶⁵³ Waldmann, Spezial-Immobilienfonds, S. 378.

⁶⁵⁴ Vgl. Kandlbinder, Entwicklung, S. 452f.

3.3.3.5 Managementstrategie

Obwohl sich wegen der Managementintensität von Immobilienanlagen die rigiden Unterscheidungen in Fixed und Flexible Type nicht direkt übertragen lassen, können indirekte Parallelen gezogen werden. Offene Immobilienfonds, die auf eine „Buy and hold“-Anlagepolitik ausgerichtet sind, ähneln konzeptionell den Fixed Type Aktienfonds.⁶⁵⁵ Bei diesen Fonds werden Entwicklungsmaßnahmen nicht oder nur begrenzt durchgeführt, um damit verbundene Risiken auszuschalten. Das Management beschränkt sich auf den Aufbau des Portfolios und dessen laufende Verwaltung, d.h. eine eher passive Investorenrolle. Dieser Anlagestil reduziert zwar die Managementkosten, aber auch die Ertragschancen, da Wertschöpfungspotentiale kaum realisiert werden können.

Dagegen entspricht dem Flexible Type eine aktive Anlagepolitik, bei der die Portfolios gezielt umgeschichtet werden.⁶⁵⁶ Neben dieser erhöhten Trading-Orientierung steht die unternehmerische Wertschöpfung durch Projektentwicklungsmaßnahmen und Redevelopments im Vordergrund; diese Anlagephilosophie geht bis zur spekulativen Entwicklung von Großprojekten. Ein derartiger Managementstil ist selbstverständlich mit höheren Kosten verbunden. Ziel dieser Aktivitäten ist einerseits die Erhöhung der Fondsperformance und andererseits die Aufwertung des Immobilienportfolios mit neuen Objekten, die sich durch eine hohe Marktattraktivität und Wettbewerbsvorteile auszeichnen.⁶⁵⁷

Nicht zuletzt wegen der gesetzlichen Beschränkungen verfolgen die meisten Fonds eine Anlagepolitik, die zwischen den beiden oben geschilderten Extremen liegt. In der Praxis stellt sich dies so dar, daß der Bestand in einen Kernbestand, einen Handelsbestand und einen Entwicklungsbestand aufgeteilt wird und in Abhängigkeit von der Marktsituation mehr oder weniger umgeschichtet bzw. entwickelt wird. Einige Fonds streben zukünftig ein aktiveres Management

⁶⁵⁵ Bezeichnend dafür die Aussage eines Fondsmanagers: „Wir werden in Zukunft nicht nur über Käufe, sondern auch über Verkäufe nachdenken“ (Vgl. o.V., Zukunft, S. 3).

⁶⁵⁶ Vgl. Bone-Winkel, Immobilienportfoliomanagement, S. 215ff.; Alda, Offene Immobilienfonds, S. 566ff.; Becker / Cofalka, Immobilien-Spezialfonds, S. 592.

⁶⁵⁷ Vgl. zur Bedeutung der Projektentwicklung als Basisstrategie Offener Immobilienfonds insbesondere Bone-Winkel, Management, S. 169 ff. und 229ff.

an; entscheidend dafür ist die Umbruchssituation an den Immobilienmärkten und die dadurch entstehenden Herausforderungen.⁶⁵⁸

3.3.3.6 Gründungsmethode

Die Offenen Immobilienfonds sind mit einer Ausnahme im Rahmen der Cash Method initiiert worden, indem die Fonds ohne konkreten Objektbestand ins Leben gerufen wurden und der Aufbau des Immobilienportfolios sukzessive durch Investition der Mittelzuflüsse erfolgte. Die einzige Ausnahme stellt der CS-WV Immobilienfonds der Credis Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft dar, der auf Basis der Appropriation Method gegründet wurde. Wegen der zahlreichen potentiellen Interessenkonflikte ist diese Vorgehensweise allerdings als problematisch einzuschätzen.⁶⁵⁹

3.3.3.7 Beendigungsmethode

Offene Immobilienfonds werden nur ohne Laufzeitbegrenzung aufgelegt, um sukzessive ein möglichst großes Fondsvermögen aufzubauen. Obwohl Laufzeitfonds bei Verfolgung einer antizyklischen Anlagestrategie sinnvoll erscheinen und bisher nicht verboten waren, wären sie in der Praxis schwer umzusetzen, da der Abverkauf eines Portfolios u.U. auch zwei bis drei Jahre in Anspruch nehmen könnte. Dieses Problem ließe sich nur durch einen Paketverkauf an einen Einzelinvestor überwinden. Bei dieser Lösung wäre allerdings ggf. ein Paketabschlag wegen der Marktentge zu befürchten, der vermutlich mit zunehmender Bestandsgröße überproportional ansteigen würde.

In bezug auf die Beendigung eines Offenen Immobilienfonds ergibt sich durch die Forderung des BAKred betreffend des Erreichens eines Mindestfondsvermögens (DM 100 Mio.) eine Sondersituation, da einige Fonds wieder aufgelöst

⁶⁵⁸ Vgl. Schomberg, Neuausrichtung, S. 28.

⁶⁵⁹ Dazu das Beispiel des Fonds Credis-WV: Die Württembergische Versicherung (WV) hat eine Reihe von Objekten aus dem eigenen Versicherungsbestand in einen eigens gegründeten Fonds der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft Credis GmbH eingebracht, an der sie selbst neben der Credit Suisse beteiligt ist. Dies könnte sich ggf. auf die Preisgestaltung und die Objektauswahl ausgewirkt haben. Zudem ist die WV aber auch ein wichtiger Mieter in einigen Gebäuden, was sich u.U. auf die Mietpreisgestaltung ausgewirkt hat oder noch auswirken könnte.

werden mußten, um die geforderte Mindestkapitalisierung zu erreichen. Davon waren aber bisher nur Spezialfonds betroffen.

3.3.3.8 Emissionskostenregelung

Unabhängig davon, ob es sich um eine Publikums- oder einen Spezialfonds handelt, wird ein Ausgabeaufschlag erhoben. Speziell bei Publikumsfonds kommt ihm eine elementare Rolle zu, wie folgendes Statement von Hohmann verdeutlicht:

„Der Ausgabeaufschlag dient nicht nur dazu, dem Vertrieb Provisionen zu zahlen. Mit dem Agio haben wir zu allen Zeiten kurzfristige Anleger ferngehalten. Den brauchen wir nämlich so nötig wie ein Loch im Kopf.“⁶⁶⁰

Mit dem Ausgabeaufschlag wird also verhindert, daß die Fonds durch den Einstieg sog. kurzfristiger „Renditejäger“⁶⁶¹ bei relativ niedrigen Kapitalmarktzinsen und deren Ausstieg bei vergleichsweise hohem Zinsniveau destabilisiert werden.⁶⁶² Insofern dient das Agio nicht nur dazu, die geeignete Zielgruppe anzusprechen, sondern indirekt soll es auch dazu beitragen, die Interessen der anderen Fondsanleger zu schützen.⁶⁶³ Gleichzeitig werden i.d.R. Wiederanlagerabatte angeboten, um die Mittelzuflüsse konstant zu halten.

Ein Offener Immobilien-Publikumsfonds läßt sich daher nicht als No-Load Fonds darstellen, denn ohne Ausgabeaufschlag „leidet das ‘ruhige’ Papier unter einem nicht steuerbaren Wechselbad von ‘Ebbe und Flut’.“⁶⁶⁴

Dagegen dient bei Offenen Immobilien-Spezialfonds der Ausgabeaufschlag konstruktionsbedingt nicht der Deckung der Vertriebskosten oder der Anlegerselektion, sondern primär als Vergütung für die Kosten der Fondsinitiierung und beträgt i.d.R. nur ca. 1% bis 2%.⁶⁶⁵

⁶⁶⁰ Hohmann, positiv, S. 172.

⁶⁶¹ Höger, Ausgabeaufschlag, S. 109.

⁶⁶² Vgl. Zeyer, Stetigkeit, S. 34.

⁶⁶³ Vgl. Höger, Ausgabeaufschlag, S. 109f.

⁶⁶⁴ Höger, Ausgabeaufschlag, S. 110.

⁶⁶⁵ Siehe dazu bspw. OIK, Immobilien-Spezialfonds, S. 3.

3.3.3.9 Ausschüttungsregelung

Obwohl es möglich wäre, Offene Immobilienfonds als thesaurierende Fonds aufzulegen (§ 33 Abs. 2 KAGG), sind sie immer als ausschüttende Fonds konzipiert. Dies entspricht der wirtschaftlichen Natur einer Immobilien-Kapitalanlage. Die Ausschüttung setzt sich aus den Zins- und Mieterträgen sowie den Bewertungs- bzw. Veräußerungsgewinnen bei Wertpapieren und Liegenschaften zusammen.⁶⁶⁶ Im Rahmen der Ausschüttungspolitik ist jedoch vom Fondsmanagement zu beachten, daß ein ausreichender Anteil der Mieterträge in die laufende Instandhaltung der Objekte investiert wird (§ 33 Abs. 1 KAGG).⁶⁶⁷ Mit dieser Vorschrift soll (formell) verhindert werden, daß Instandhaltungsrückstaus entstehen, die zu Lasten neuer Anleger gehen würden. Dennoch bleiben dem Fondsmanagement gewisse Gestaltungsspielräume, da bei rezessiven Marktentwicklungen i.d.R. Instandhaltungsaufwendungen auf das Mindeste reduziert werden können und vice versa. Das Timing der Instandhaltungen und somit auch der Ausschüttung wirkt sich daher direkt auf die Performance aus.

3.3.3.10 Anlegerspektrum

Wie die Analyse der o.g. Produktmerkmale zeigt, haben sich die Offenen Immobilien-Publikumsfonds konstruktionsbedingt kaum weiterentwickelt, weil nur Standardfonds darstellbar sind. Die Ausgestaltung als Spezialitätenfonds ist wegen der Bewertungs- und der Liquiditätsproblematik nicht realisierbar und die Differenzierung in Small-Cap, Mid-Cap und Blue-Chip Fonds basiert nicht auf einer bewußt gewählten Strategie, sondern ergibt sich aus der Fondsgröße. Positiv ist zu werten, daß einige Fonds verstärkt im Ausland investieren und so ihre Portfolios mit eigenständigen Profilen versehen. Trotzdem beschränkt sich der Anlegerkreis primär auf risikoscheue, langfristig orientierte Kleinanleger, die eine sichere Rendite erwarten und als Inländer in den Genuß der Steuervorteile kommen. Für diese Zielgruppe stellt der Offene Immobilien-Publikumsfonds

⁶⁶⁶ Vgl. Baur, Investmentgesetze, S. 35, Rz. 63.

⁶⁶⁷ Siehe zur Kritik an dieser Vorschrift Waldmann, neue Kapitalanlagegesetz, S. 414.

wohl das ideale Anlageprodukt dar, da sich durch konsequentes Ausnutzen von Bewertungs- und Gestaltungsspielräumen der Anlageerfolg glätten läßt.

Die Offenen Immobilien-Spezialfonds sind nach wie vor relativ unbedeutend, obwohl sich ihre Anzahl seit 1990 verdoppelte. Dies gilt sowohl im Vergleich mit den Offenen Immobilien-Publikumsfonds, als auch bei der Gegenüberstellung mit den Wertpapier-Spezialfonds. Trotz der vielfältigen Gründe, die gegen Spezialfonds sprechen, lassen sie sich zumindest als Spezialitätenfonds ausgestalten. Allerdings stellt die vom BAKred geforderte Mindestkapitalisierung für zahlreiche kleinere institutionelle Investoren eine unüberwindbare Hürde dar.

Daneben existieren auch Publikumsfonds mit Spezialfonds-Charakter: Dazu zählt bspw. der Aachener Grund Fonds Nr. 1, dessen Anlegerkreis auf ca. 10.000 Vermögensträger der katholischen Kirche beschränkt ist.

3.3.3.11 Anlegervolumina

Die Offenen Immobilien-Publikumsfonds streben wegen der Rückgabeproblematik eine möglichst breite Streuung des Anlegerspektrums an. Aus diesem Grund schließt die Mehrzahl der Publikumsfonds die Beteiligung institutioneller Investoren prinzipiell aus. Nur von einzelnen Fonds werden sie in den Anlegerkreis aufgenommen. In diesem Falle achten die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften allerdings sehr darauf, daß „institutionelle Anleger in einem ausgewogenen Verhältnis zu dem Kreis der Privatanleger stehen.“⁶⁶⁸

Bei den Immobilien-Spezialfonds kommen durch das erforderliche Mindestanlagevolumen nur große institutionelle Investoren in Betracht. Aus diesem Grund existieren einige Spezialfonds, bei denen über eine Vorschaltgesellschaft (GbR) der Anlegerkreis auf über zehn Beteiligte erhöht wurde.⁶⁶⁹ Die Notwendigkeit, den Anlegerkreis über das gesetzliche Limit auszudehnen, ergibt sich aus den hohen Mindestanlagevolumina Offener Immobilienfonds, die wiederum aus den zahlreichen Diversifikationsvorschriften resultieren. Durch die Vorschaltgesellschaft wird der Fonds auf eine breitere Basis gestellt, womit auch

⁶⁶⁸ Laux / Ohl, Grundstücks-Investment, S. 84.

⁶⁶⁹ Siehe dazu bspw. Brinkmann, Immobilien-Spezialfonds, S. 258.

kleineren institutionellen Investoren der Einstieg ermöglicht wird. So kann bei einem Fondsvolumen von DM 250 Mio. durch Erhöhung des Anlegerkreises von 10 auf bspw. 20 Beteiligte die Höhe der Durchschnittsbeteiligung von DM 25 Mio. auf DM 12,5 Mio. gedrückt werden (Abbildung 39).

Anlegeranzahl		Fondsvolumen (Mio. DM)			
		250	500	750	1.000
5	(ohne Vorschalt- gesellschaft)	50	100	150	200
		25	50	75	100
15	(mit Vorschalt- gesellschaft)	16,7	33,3	50	66,6
		12,5	25	37,5	50

Abbildung 39: Auswirkungen der Anlegeranzahl und des Fondsvolumens auf die durchschnittliche Beteiligungshöhe bei Immobilien-Spezialfonds

Gleichzeitig veranschaulicht Abbildung 39 das Entscheidungsproblem eines institutionellen Investors, der bspw. einen Betrag von DM 50 Mio. in einen Immobilien-Spezialfonds investieren will. Da dieses Anlagevolumen nicht für einen Einzelinvestor-Fonds ausreicht, sind Kooperationen mit anderen Anlegern erforderlich. Denkbar wäre im Prinzip jedes Szenario zwischen einem „5er-Fonds“ mit einem Volumen von DM 250 Mio. und einem „20er-Fonds“ mit einem Volumen von DM 1 Mrd. Dem Vorteil zunehmender Risikostreuung und einer Verbesserung der Fungibilität der Beteiligung bei zunehmender Anlegeranzahl steht jedoch der Nachteil einer reduzierten Einflußnahme gegenüber. Letztlich sind alle institutionellen Anleger, deren angestrebte Immobilienbeteiligung „zu groß für einen Publikumsfonds und zu klein für einen Spezialfonds sind“, mit diesem Problem konfrontiert. Davon dürfte der Großteil der potentiellen institutionellen Investoren betroffen sein, die Beträge in einer Größenordnung zwischen DM 12,5 Mio. und DM 250 Mio. in Offene Immobilienfonds investieren wollen. Abbildung 40 gibt einen Überblick über das Spektrum der betroffenen Anleger, wobei von einem Gesamtanlagevolumen zwischen DM 250 Mio. und DM 1,5 Mrd. sowie einem Immobilienanteil zwischen 5% und 30% ausgegangen wird.

Immobilien- anteil	Gesamtanlagevolumen (Mio. DM)					
	250	500	750	1.000	1.250	1.500
5%	12,5	25	37,5	50	62,5	75
10%	25	50	75	100	125	150
15%	37,5	75	112,5	150	187,5	225
20%	50	100	150	200	250	300
25%	62,5	125	187,5	250	312,5	375
30%	75	150	225	300	375	450

Abbildung 40: Auswirkungen des Gesamtanlagevolumens und des Immobilienanteils auf das Immobilienanlagevolumen institutioneller Investoren

Zudem verdeutlicht Abbildung 40, daß erst ein institutioneller Investor mit einem Fondsvolumen von über DM 1 Mrd. es sich erlauben könnte, einen Immobilien-Spezialfonds exklusiv für sich auflegen zu lassen. In diesem Fall wäre der Immobilienanteil allerdings ebenso illiquide wie bei der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage. Die wesentlichen Unterschiede beständen eigentlich nur darin, daß die Bewertungsproblematik durch den Sachverständigenausschuß gelöst und eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft die Managementproblematik entschärfen würde.

3.4 Fazit aus Anlegersicht

Das Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften weist in bezug auf Spezialisierung, Bewertung und Fungibilität keine besonderen Probleme auf, weil Wertpapiere nicht mit einer Losgrößen-, Fristen- und Managementproblematik behaftet sind. Dies führt dazu, daß sich ein breites Spektrum an Publikums- und Spezialfonds sowie an Standard- und Spezialitätenfonds anbieten läßt, das durch die verschiedensten Risikograde und zahlreiche Besonderheiten gekennzeichnet ist (Abbildung 41).

Konstruktion	Spezialisierung	Bewertung	Fungibilität	Risikograd	Besonderheit
<ul style="list-style-type: none"> • Vertragstyp • Emission: Open • Rückgabe: Open-End • Finanzierung: Fremdfinanzierung nur äußerst beschränkt möglich • Investition: Liquiditäts- haltung erforderlich 	<p><u>Publikumsf.:</u> Sowohl Standardisierung als auch Spezialisierung ist möglich, weil Wertpapiere hohe Fungibilität aufweisen</p> <p><u>Spezialfonds:</u> Dito</p>	<p><u>Publikumsf.:</u> Direkte Börsenbewertung, da das Pricing der Wertpapiere an der Börse erfolgt</p> <p><u>Spezialfonds:</u> Dito</p>	<p><u>Publikumsf.:</u> Fungibilität ist unabhängig vom Fondsvolumen und der Streuung</p> <p><u>Spezialfonds:</u> Dito</p>	<p><u>Standardfonds:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Aktienfonds: Mittel, erfordern Risikobewußtsein • Rentenfonds: Gering, da i.d.R. festverzinslich • Geldmarktf.: Selbststrendend sehr gering • Gem. Fonds.: Zwischen Aktien- und Rentenfonds <p><u>Spezialitätenf.:</u> Relativ hoch, setzen ausgesprochene Risikobereitschaft voraus</p>	<p><u>Standardfonds:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Aktienfonds: Bei Kursgewinnen bes. attraktiv • Rentenfonds: V.a. zur Altersvorsorge geeignet • Geldmarktf.: Ger. Ausgabeaufschlag • Gem. Fonds: Besonders breites Anlagenpektrum <p><u>Spezialitätenf.:</u> Durch die Möglichkeit zur Erzielung großer Kursgewinne sehr attraktiv</p>

Abbildung 41: Anlagecharakteristika des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98⁶⁷⁰

Wegen dieser Anlagecharakteristika lassen sich mit Offenen Fonds im Wertpapiersektor nicht nur inländische, sondern (prinzipiell) auch ausländische Investoren ansprechen. Das Angebot der Publikumsfonds wendet sich an praktisch alle Anlegergruppen unabhängig von deren Rechtsform, Kapitalisierung oder Zeithorizont, während die Spezialfonds konstruktionsbedingt durch institutionelle Investoren, einer

⁶⁷⁰ In Anlehnung an BVI, Investment '94, S. 31.

Mindestkapitalisierung von ca. DM 30 Mio. und einer langfristigen Orientierung geprägt sind. Unter Bezug auf die Risiko- und Renditeeinstellung wird das komplette Anlegerspektrum erschlossen, da sich eine breite Palette an Standard- und Spezialitätenfonds konzipieren lässt (Abbildung 42).

Nationalität	Rechtsform	Kapitalisierung	Horizont	Risikoeinst.	Renditeinst.
Sowohl in- als auch ausländische Anleger, da international etabliertes Anlageprodukt	<p><u>Publikumsf.</u>: Sowohl private Anleger, als auch institutionelle Anleger und Unternehmen</p> <p><u>Spezialfonds</u>: Institutionelle Anleger, u.U. auch Private und Unternehmen</p>	<p><u>Publikumsf.</u>: Sowohl kleine Anleger, als auch mittelgroße und große Anleger</p> <p><u>Spezialfonds</u>: Mindestvolumen ca. DM 30 Mio.</p>	<p><u>Publikumsf.</u>: Sowohl kurz-, mittel-, als auch langfristig orientierte Anleger</p> <p><u>Spezialfonds</u>: Mittel- bis langfristig, je nach Anlageschwerpunkt</p>	<p><u>Standardfonds</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> Aktienfonds: Risikobewußt, je nach Fokus Rentenfonds: Auf Sicherheit bedacht Geldmarktf.: Relativ risikoscheu Gem. Fonds: Ertragsorientiert, sicherheitsbewußt <p><u>Spezialitätenf.</u>: Risikofreudig, wertpapiererfahren; auf Ertrag bedacht</p>	<p><u>Standardfonds</u>:</p> <ul style="list-style-type: none"> Aktienfonds: Langfr. Wertsteigerungen Rentenfonds: Kapitalmarktzinsorientiert Geldmarktf.: Geldmarktzinsorientiert Gem. Fonds: Zwischen Aktien- und Rentenfonds <p><u>Spezialitätenf.</u>: Hohe Erträge, resultierend v.a. aus Kursgewinnen, möglich</p>

Abbildung 42: Anlegerpotential des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98⁶⁷¹

Im Gegensatz dazu ist das Sortiment der Offenen Immobilienfonds als Angebot von Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sehr einseitig. Dies liegt darin begründet, daß die Losgrößen-, Fristen- und Managementproblematik von Immobilien als Anlagemedium in Verbindung mit dem Rückgaberecht zu zahlreichen Problemen führt. Daher sind Publikumsfonds i.d.R. nicht nur durch minimale Fremdfinanzierung und erhebliche Liquiditätspolster charakterisiert, um Fungibilität zu ermöglichen, sondern auch durch hohe Standardisierungsgrade und eine inhärente Marktpreisglättung, um die Mittelzu- und -abflüsse zu stabilisieren. Die Publikumsfonds lassen sich daher konstruktionsbedingt nur als möglichst breit diversifizierte Standardfonds darstellen. Die Ausgestaltung als Spezialitätenfonds ist daher nur in Form von Spezialfonds möglich, bei denen we-

⁶⁷¹ In Anlehnung an Demuth / Bustorf / Thiel, Investmentfonds, S. 161.

gen der limitierten Anlegerzahl die Bewertungs- und Fungibilitätsproblematik nicht so gewichtig ist (Abbildung 43).

Konstruktion	Spezialisierung	Bewertung	Fungibilität	Risikograd	Besonderheit
<ul style="list-style-type: none"> • Vertragstyp • Emission: Open • Rückgabe: Open-End • Finanzierung: Fremdfinanzierung nur beschränkt möglich • Investition: Liquiditäts- haltung erforderlich 	<p>Publikumsf.: Rückgabe- problematik er- fordert hohen Standardisier- ungsgrad</p> <p>Spezialfonds: Sowohl Stan- dardisierung als auch Spe- zialisierung möglich</p>	<p>Publikumsf.: Immobiliens- bewertung durch Sachverständi- genausschuß; Glättung nötig</p> <p>Spezialfonds: Immobiliens- bewertung durch Sachverständi- genausschuß; Glättung nicht dringend nötig</p>	<p>Publikumsf.: Relativ hoch, durch geringe Fremdfinanzie- rung und Liqui- ditätspolster</p> <p>Spezialfonds: Sehr einge- schränkt, vergleichbar Di- rektanlage</p>	<p>Standardfonds: Relativ gering, da breite Diver- sifikation und inhärente Glät- tung</p> <p>Spezialitätenf.: Mittel bis hoch, abhängig vom Grad der Spe- zialisierung</p>	<p>Standardfonds: Publikums- fonds sind de facto nur als Standardfonds darstellbar</p> <p>Spezialitätenf.: Spezialitäten- fonds sind de facto nur als Spezialfonds darstellbar</p>

Abbildung 43: Anlagecharakteristika Offener Immobilienfonds als Angebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

Die Konsequenzen der Anlagecharakteristika Offener Immobilienfonds in bezug auf deren potentielles Anlegerspektrum sind vielschichtig und irreversibel. Zunächst ist hervorzuheben, daß Offene Immobilienfonds neben Deutschland nur in der Schweiz existieren, weil andere Länder diesen Fondstyp wegen der zahlreichen Probleme nicht geregelt haben. Insofern muß den Offenen Immobilienfonds die internationale Plazierungsfähigkeit abgesprochen werden.

Außerdem ergibt sich aus den Anlagecharakteristika eine Polarisierung des Anlegerspektrums: Die Anlegerzielgruppe der Publikumsfonds setzt sich fast ausschließlich aus langfristig orientierten kleinen, risikoscheuen und renditeorientierten Privatanlegern zusammen; andere Zielgruppen können wegen der Spezialisierungs- und Bewertungsproblematik nicht angesprochen werden. Dagegen ist das Anlegerpotential der Spezialfonds aufgrund des hohen Mindestanlagevolumens von ca. DM 300 Mio. primär auf institutionelle Anleger beschränkt, die über relativ große Gesamtvermögen verfügen und auf Fungibilität keinen besonderen Wert legen. Spezialfonds lassen sich problemlos als Spezialitätenfonds ausgestalten (Abbildung 44).

Nationalität	Rechtsform	Kapitalisierung	Horizont	Risikoeinst.	Renditeeinst.
Primär Inländer, da Offene Immobilienfonds nur in Deutschland und der Schweiz etabliert sind; International gelten sie als „Exoten“	Publikumsf. Primär private Anleger wegen der Rückgabeproblematik Spezialfonds: Möglich, aber nur für Institutionelle und Unternehmen	Publikumsf.: Primär Kleinanleger wegen der Rückgabeproblematik Spezialfonds: Nur für Großanleger möglich (ab ca. DM 300 Mio.)	Publikumsf.: Wegen Ausgabeaufschlag primär langfristig orientierte Anleger Spezialfonds: Wegen geringer Fungibilität nur langfristige Anleger	Standardfonds: Vorsichtig und inflationsbewußt, vertraut in Sachverständige Spezialitätenf.: Praktisch nur als Spezialfonds möglich; Risikoeinstellung von Spezialisierung abhängig	Standardfonds: Anleger erwarten langfristigen und kontinuierlichen Wertzuwachs Spezialitätenf.: Praktisch nur als Spezialfonds möglich; Renditeeinstellung von Spezialisierung abhängig

Abbildung 44: Anlegerpotential der Offenen Immobilienfonds als Angebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften vor der KAGG-Novelle '98

Das Fazit dieser Gegenüberstellung liegt auf der Hand: Die Investmentidee, allen Anlegern an allen Märkten dieselben Chancen zu ermöglichen, wird im Wertpapierbereich weitgehend erfüllt, während sie im Immobilienbereich konstruktionsbedingt nur in ihrer einfachsten Form umgesetzt werden kann.

Daher stellt sich die Frage, wie sich die aktuellen Änderungen bei den Kapitalanlagegesellschaften im Rahmen der KAGG-Novelle des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes auf diese - aus Anlegersicht eigentlich recht unbefriedigende - Situation auswirken könnten.

4 Analyse der Änderungen bei den Wertpapier- und den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98

4.1 Übersicht der Regulierung

Die Bundesregierung hat in ihrem Jahreswirtschaftsbericht 1996 ein „Aktionsprogramm für Investitionen und Arbeitsplätze“ vorgelegt.⁶⁷² Dieses Programm sollte sowohl durch eine Entlastung von Steuern, Sozialabgaben und sonstigen Kosten, als auch durch konsequente Privatisierung und Deregulierung der Produktions-, Investitions- und Beschäftigungsverhältnisse am Wirtschaftsstandort Deutschland dienen. Das 3. Finanzmarktförderungsgesetz stellt im Hinblick auf die angestrebte Deregulierung ein wichtiges Element des Programms dar, da es den Finanzplatz Deutschland attraktiver und somit international wettbewerbsfähiger machen soll. Im Gegensatz zu anderen wichtigen Bestandteilen des Aktionsprogramms (Stichwort: Steuerreform) wurde es auch umgesetzt. Nachdem es im Sommer 1997 durch das Kabinett mit einem 450 Seiten starken Gesetzentwurf auf den Weg gebracht wurde,⁶⁷³ verzögerte sich allerdings wegen des erheblichen Beratungsbedarfs die Verabschiedung und das Inkrafttreten vom anfangs geplanten Termin zum 1. Januar 1998 über den 1. März 1998⁶⁷⁴ bis zum 1. April 1998.⁶⁷⁵

Wie das 1.⁶⁷⁶ und das 2.⁶⁷⁷ ist auch das 3. Finanzmarktförderungsgesetz⁶⁷⁸ ein sog. „Artikelgesetz“⁶⁷⁹, d.h. es ist kein eigenständiger in sich abgeschlossener Gesetzesentwurf, sondern eine Sammlung von Änderungen bzw. Ergänzungen bereits bestehender Gesetze. Im Mittelpunkt dieses „umfangreichen Paragra-

⁶⁷² Vgl. hierzu und zum folgenden Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 54f.

⁶⁷³ Vgl. o.V., Kabinett, S. 12.

⁶⁷⁴ Vgl. o.V., Finanzmarktförderungsgesetz, S. 15.

⁶⁷⁵ Vgl. o.V., Zustimmung, S. 18.

⁶⁷⁶ Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz) vom 22. Februar 1990 (BGBl. I, S. 266).

⁶⁷⁷ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (2. Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994 (BGBl. I, S. 821).

⁶⁷⁸ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24. März 1998.

⁶⁷⁹ Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 193.

phenwerks⁶⁸⁰ stehen die Novellierung des Börsen- und Wertpapierhandelsrechts,⁶⁸¹ des Investmentrechts (KAGG und AuslInvG) und des Unternehmensbeteiligungsrechts (UBG).⁶⁸²

Die Novellierung des KAGG soll durch Deregulierungen die internationale Konkurrenzfähigkeit der deutschen Investmentbranche steigern.⁶⁸³ Die formell herausragende Änderung im KAGG ist die neue Aufteilung in drei separate Kapitel (Abbildung 45). Während die Regulierung der Kapitalanlagegesellschaften im ersten Kapitel zusammengefaßt ist, erfolgt die Integration der Investmentaktiengesellschaften durch das neue zweite Kapitel. Die Übergangs- und Schlußvorschriften wurden in das neue dritte Kapitel ausgelagert (Abbildung 45).

KAGG-Regelung vor der Novelle '98	KAGG-Regelung nach der Novelle '98
<p>1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7)</p> <p>2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d)</p> <p>3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25)</p> <p>4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25)</p> <p>5. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37)</p> <p>6. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50)</p> <p>7. Ab.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 50a-55)</p>	<p>1. Kap.: Kapitalanlagegesellschaften (§§ 1-50d)</p> <p>1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7)</p> <p>2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d)</p> <p>3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25)</p> <p>4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25)</p> <p>5. Ab.: Bes. Vor. für Investmentfondsanteil-SV (§§ 25k-25m)</p> <p>6. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37)</p> <p>7. Ab.: Bes. Vor. für Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-SV (§§ 37a-37g)</p> <p>8. Ab.: Bes. Vor. für Altersvors.-SV (§§ 37h-37m)</p> <p>9. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50d)</p> <p>2. Kap.: Investmentaktiengesellschaften (§§ 51-67)</p> <p>1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 51-54)</p> <p>2. Ab.: Vorschriften über die Tätigkeit von Investmentaktiengesellschaften (§§ 55-67)</p> <p>3. Kap.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 68-71)</p>

Abbildung 45: Übersicht der Änderungen in der Regulierung der Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98

⁶⁸⁰ o.V., Fördergesetz, S. 25.

⁶⁸¹ Dabei handelt es sich im einzelnen um Änderungen des Börsengesetzes, der Börsenzulassungs-Verordnung, des Wertpapierhandelsgesetzes, des Wertpapier-Verkaufsprospekt-Gesetzes und der Verkaufsprospekt-Verordnung.

⁶⁸² Abgerundet wurde der Maßnahmenkatalog durch Änderungen des Hypothekenbankgesetzes, des Gesetzes über öffentliche Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten sowie des Schiffsbankgesetzes (Vgl. Bundesregierung, Vorentwurfsresümee 3. FMFG, S. 10).

⁶⁸³ Siehe zur Standortproblematik Behrenwaldt, Fondsstandorte, S. 452ff.

Die Gesetzesänderungen bei den Kapitalanlagegesellschaften umfassen - neben den Änderungen bei den Allgemeinen Vorschriften und den Modifikationen bei den Besonderen Vorschriften für die bestehenden Sondervermögen - auch die Ergänzung um drei neue Abschnitte mit Besonderen Vorschriften für Investmentfondsanteil-Sondervermögen, Gemischten Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen und Altersvorsorge-Sondervermögen.

Abgerundet wird die KAGG-Novellierung durch eine Verbesserung des Anleger-schutzes und des aufsichtsrechtlichen Instrumentariums.⁶⁸⁴ Zu diesem Zweck wird die alte Version des § 2 Abs. 1 KAGG durch eine neue Fassung ersetzt,⁶⁸⁵ mit der die Anordnungskompetenz des BAKred der bei den anderen Spezial-banken angepaßt wird.⁶⁸⁶ Diese Nivellierung der Aufsichtsbefugnisse soll es dem BAKred ermöglichen, „auch bei einer dynamischen Markt- und Produkt-entwicklung den Zielen des KAGG in angemessener Weise Rechnung zu tra- gen.“⁶⁸⁷ Außerdem sorgt der Gesetzgeber für eine Beschleunigung der Daten-übertragung von den Investmentgesellschaften an das BAKred.⁶⁸⁸

⁶⁸⁴ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

⁶⁸⁵ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 204.

Alter Wortlaut: „Kapitalanlagegesellschaften sind Kreditinstitute und unterliegen den für Kreditinstitute geltenden gesetzlichen Vorschriften.“

Neuer Wortlaut: „Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (Bankaufsichtsbehörde) übt die Aufsicht über die Kapitalanlagegesellschaften und Depotbanken nach den Vorschriften dieses Gesetzes und des Gesetzes über das Kreditwesen aus. Die Bankaufsichtsbehörde ist befugt, im Rahmen der Aufsicht alle Anordnungen zu treffen, die erforderlich und geeig- net sind, um den Geschäftsbetrieb einer Kapitalanlagegesellschaft und die Tätigkeit einer Depotbank mit diesem Gesetz, den aufgrund dieses Gesetzes erlassenen Bestimmungen und den Vertragsbedingungen im Einklang zu halten.“

⁶⁸⁶ Im Ergebnis hat des BAKred dieselbe Anordnungskompetenz wie bspw. bei Hypotheken-banken (§ 4 HBG) und Bausparkassen (§ 3 Abs. 1 S. 2 BausparkG) und kann zukünftig auch bei Kapitalanlagegesellschaften im Fall eventueller Fehlentwicklungen frühzeitig ein- greifen. Nach Pötzsch (Diskussionsentwurf, S. 204) finden sich vergleichbare Regelungen auch beim BAV (§ 81 VAG), beim BAWe (§ 4 Abs. 1 WpHG) sowie bei den Börsenauf-sichtsbehörden der Länder (§ 1 Abs. 2a BörsG).

⁶⁸⁷ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 98.

⁶⁸⁸ Vor dem Hintergrund der stark zunehmenden Fondsanzahl ist das BAKred mit einer immer größer werdenden Datenmenge konfrontiert, die es im Interesse der Anleger aktuell und vollständig auszuwerten hat. Um dies zu gewährleisten, werden die Kapitalanlagegesell-schaften durch § 24a Abs. 3 S. 5 KAGG dazu verpflichtet, sowohl dem BAKred als auch der Deutschen Bundesbank die ohnehin einzureichenden Vermögensaufstellungen auf Daten-trägern oder durch Datenfernübertragung mittels elektronischer Medien zu übermitteln. (Vgl. dazu ausführlich Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64f.).

Allerdings wird von seiten der Investmentbranche befürchtet, daß die „neuen Bestimmungen (...) die derzeitigen Möglichkeiten des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen sprengen“⁶⁸⁹ könnten, da eine Vielzahl von Anträgen für neue Sondervermögen zu erwarten sei; deshalb wird mit der Zulassung der ersten neuen Fonds frühestens ab Herbst 1998 gerechnet.

Die bevorstehende Bewährungsprobe gilt insbesondere insofern als schwierig, als daß das BAKred derzeit ohnehin schon am Rande der Kapazitätsgrenze tätig ist. Daher haben schon im Herbst 1997 weitsichtige Vertreter der Kapitalanlagegesellschaften an den für die Mittelvergabe zuständigen Haushaltsausschuß des Bundestages eindringlich apelliert, „möglichst schnell die notwendigen Mittel für eine Aufstockung des Amtes mit kompetenten Mitarbeitern zu bewilligen.“⁶⁹⁰

4.2 Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften

4.2.1 Regulierung

Die Zielsetzungen bei den Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften sind primär darauf ausgerichtet, die Produktpalette um neue Fondstypen zu erweitern. Neben der Liberalisierung der Anlagemöglichkeiten des bestehenden Fondsangebots erweiterte der Gesetzgeber das Fondsspektrum durch die Zulassung von Dachfonds, Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds sowie Altersvorsorgefonds. Diese Fonds lassen sich den Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften zuordnen, da ihre Anlageschwerpunkte - mit Ausnahme der Dachfonds - im Wertpapierbereich liegen müssen. Dabei kommt vor dem Hintergrund der Rentendiskussion und der Forderung nach einer gesetzlichen Lösung für Pensionsfonds der Zulassung von Altersvorsorge-Sondervermögen eine besondere Bedeutung zu.

Für den weiteren Verlauf der Arbeit ist dabei besonders relevant, wie die Immobilienanlage der neuen Fondstypen geregelt ist:

⁶⁸⁹ o.V., Bundesaufsichtsamt, S. 27.

⁶⁹⁰ o.V., Bundesaufsichtsamt, S. 27.

- Dachfonds dürfen nur in Offene Immobilien-Publikumsfonds investieren, wobei theoretisch „Offene Immobilienfonds-Dachfonds“ denkbar wären.
- Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds müssen 10% bis 30% ihres Vermögens entweder durch Offene Immobilienfonds oder durch eigenständige Immobilien-Kapitalanlagen abdecken.
- Altersvorsorgefonds dürfen bis zu 30% ihres Vermögens sowohl durch Offene Immobilienfonds als auch durch eigenständige Immobilien-Kapitalanlagen abdecken.

Bei der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage wäre aber der Aufbau einer eigenen Immobilienabteilung eine unbedingte Voraussetzung,⁶⁹¹ d.h. die Zulassung der neuen Fondstypen könnte zu Änderungen in der Konzeption der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften führen.

4.2.2 Konzeption

Bei den Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften wären hinsichtlich der Immobilienanlagetätigkeit bei den neuen Fondstypen zwei Ausgestaltungsformen zu unterscheiden: Falls die jeweiligen Immobilienanteile durch Beteiligungen an Offenen Immobilienfonds abgedeckt werden, resultiert daraus lediglich eine Erweiterung des Fondsspektrums (Abbildung 46). Entscheidet sich eine Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft jedoch dazu, die Möglichkeit der eigenständigen Immobilienanlage wahrzunehmen, müßte sie sämtliche organisatorischen Anforderungen einer Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft erfüllen.⁶⁹² Somit würde sie sich organisatorisch wie eine Gemischte Wertpapier- und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft darstellen. Aus diesem Grund wäre eine umfassende personelle und strukturelle Expansion und Reorganisation zwingend erforderlich. So müßte bspw. die Satzung geändert oder die Geschäftsführung um (mindestens) einen entsprechend qualifizierten Immobilienfachmann erweitert werden. Darüber hinaus wäre ein Immobilienmanagement aufzubauen, ein Sachverständigenausschuß zu rekrutieren und eine entsprechend qualifizierte Depotbank zu bestellen (Abbildung 47).

⁶⁹¹ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 32f.

⁶⁹² Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 32f.

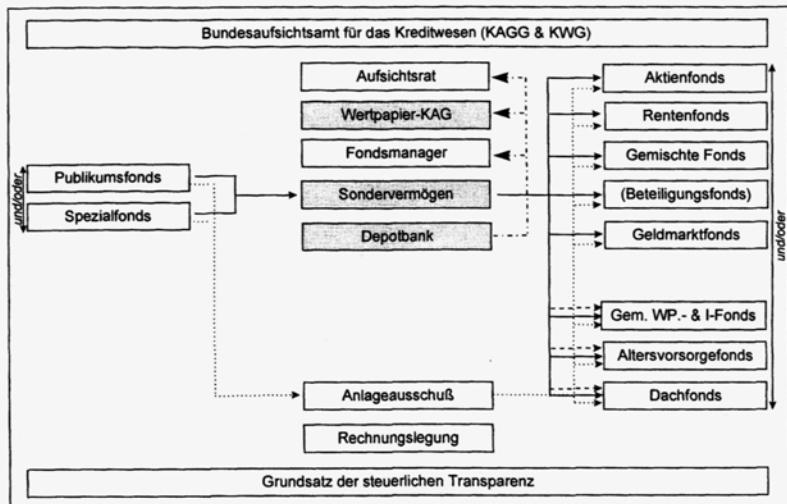


Abbildung 46: Konzeption der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften ohne eigenständige Immobilien-Kapitalanlagen nach der KAGG-Novelle '98

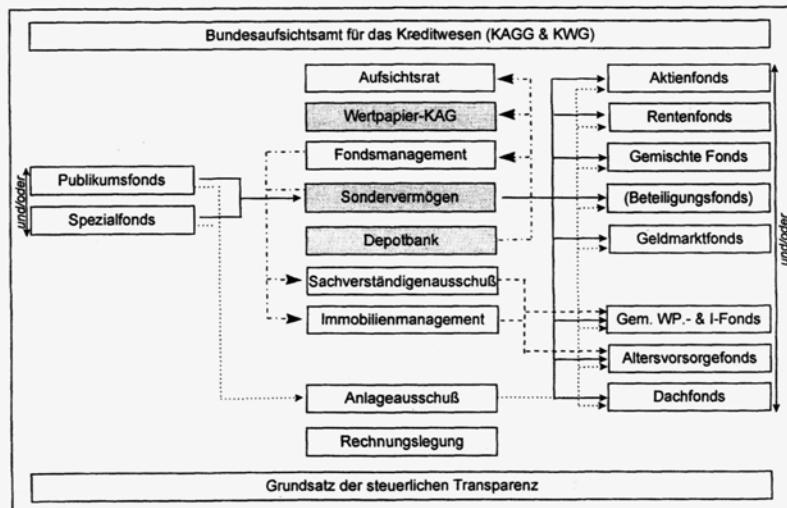


Abbildung 47: Konzeption der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften mit eigenständigen Immobilien-Kapitalanlagen nach der KAGG-Novelle '98

Da bei der Realisierung der Konzeption mit eigener Immobilien-Kapitalanlage-tätigkeit die kompletten Managementkapazitäten einer Immobilien-Kapital-anlagegesellschaft aufgebaut werden müßten, erscheint eine derart umfas-sende Erweiterung der Geschäftstätigkeit nur bei den großen Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften wirtschaftlich vertretbar. Allerdings würde sich spe-ziell in diesen Fällen die Frage stellen, ob es nicht sinnvoll wäre, die Wertpa-pier- und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften nach dem Vorbild der Hansa-Invest miteinander zu verschmelzen.⁶⁹³

Dagegen dürfte für mittelgroße und insbesondere kleinere Wertpapier-Kapital-anlagegesellschaften in der Praxis nur die Beteiligung an Offenen Immobilien-fonds in Frage kommen. Insofern wären diese Unternehmen - und somit auch deren Anleger - hinsichtlich der konzeptionellen Flexibilität bei der Ausgestal-tung der Immobilien-Kapitalanlage deutlich benachteiligt.

4.2.3 Angebotsanalyse

4.2.3.1 Übersicht

Das Vorgehen bei der Untersuchung der Auswirkungen der KAGG-Novelle '98 orientiert sich an dem gleichen Analyseraster, das bereits zur Analyse der Situa-tion bis zur aktuellen Novelle herangezogen wurde. Die Änderungen betreffen das Anlagespektrum, die Spezialisierungsstrategie, die Laufzeitregelung und somit auch das Anlegerspektrum, wobei sich die anschließenden Ausführungen auf die wesentlich erscheinenden Punkte beschränken. Der inhaltliche Schwer-punkt liegt auf der Erweiterung des Anlagespektrums durch die neuen Fondstypen (Abbildung 48). Dennoch ist vorab darauf hinzuweisen, daß auch Immobi-lien-Kapitalanlagegesellschaften - bei Erfüllung der entsprechenden Anforde-rungen - Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds oder Altersvorsorgefonds anbieten könnten.

⁶⁹³ Die daraus zu realisierenden Synergieeffekte dürften erheblich sein. Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß zwischen den Wertpapier- und den Immobilien-Kapitalanlagegesell-schaften erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Firmenkulturen, der Qualifikationsanforde-rungen und vor allem der Kostenstrukturen bestehen.

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Aktienfonds	Rentenfonds	Sonderformen
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Laufzeitregelung	Fonds ohne Laufzeitbegrenzung	Laufzeitfonds	Garantiefonds
Anlegerspektrum	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen

Abbildung 48: Übersicht der Änderungen des Fondsangebots der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften aus Anlegersicht

4.2.3.2 Änderungen des Anlagespektrums

4.2.3.2.1 Ergänzungen bei den bestehenden Fondstypen

Das traditionelle Angebot der Wertpapierfonds wird durch zahlreiche Modifikationen erweitert. Im Vordergrund steht die komplette Neuregelung des Einsatzes von Derivaten.⁶⁹⁴ Dadurch soll der Gegensatz zwischen der Gewährung eines umfassendem Anlegerschutzes einerseits und der Forderung nach möglichst vielseitigen Einsatzmöglichkeiten von Derivaten zur Ergebnisoptimierung andererseits entschärft werden.⁶⁹⁵ Der Gesetzgeber verspricht sich davon „viele grundlegend neue Möglichkeiten (...), deren professionelle Anwendung und Kombination die geforderte genaue, flexible und kostengünstige Gestaltung und Anpassung fast aller für ein Wertpapier-Sondervermögen nützlicher und wünschenswerter Risiko- und Ertragsprofile erlaubt.“⁶⁹⁶

Der Anlagekatalog bei den liquiden Mitteln wird um Anteile an Geldmarktfonds erweitert (§ 8 Abs. 3a KAGG). Damit soll speziell kleineren und mittelgroßen Kapitalanlagegesellschaften die Möglichkeit eingeräumt werden, ihre liquiden Mittel in Geldmarktfonds zusammenzufassen und sie so zu günstigeren Konditionen anzulegen.⁶⁹⁷ Es wäre also theoretisch möglich, bis zu 49% des Fonds-

⁶⁹⁴ Die bisherigen §§ 8d bis 8g KAGG werden vollständig durch neue Vorschriften (§§ 8d bis 8 m KAGG) ersetzt (Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 202).

⁶⁹⁵ Siehe dazu ausführlich Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 63.

⁶⁹⁶ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 63f.

⁶⁹⁷ Vgl. Raab, Risikokapitalmarkt, S. 31.

vermögens in Geldmarktfonds auszulagern.⁶⁹⁸ Außerdem darf die Anlage von Bankguthaben, die bisher ausschließlich bei der Depotbank zu erfolgen hatte, jetzt auch bei anderen Kreditinstituten vorgenommen werden, sofern eine Einlagensicherung gewährleistet ist (§ 12a Abs. 3a KAGG).⁶⁹⁹

Bei Wertpapier-Darlehen, die über institutionalisierte Leihsysteme (z.B. Deutscher Kassenverein AG) abgewickelt werden, wird künftig auf die bisher bestehende Grenze von 10% des Sondervermögens (§ 9a Abs. 1 S. 2 KAGG) verzichtet, um den Geschäftsbetrieb von überholten Vorschriften zu entlasten.⁷⁰⁰ Außerdem werden unter bestimmten Voraussetzungen Wertpapier-Pensionsgeschäfte gestattet (§ 9e KAGG). Dies ermöglicht sowohl die Erhöhung der Einnahmen als auch die Liquiditätsbeschaffung zu günstigeren Konditionen als über eine Kreditaufnahme mit Wertpapierdarlehen.⁷⁰¹

Durch den neu eingefügten § 8 Abs. 2 Nr. 1a KAGG wird die Beteiligung der Wertpapierfonds an nicht börsennotierten Aktiengesellschaften auf maximal 10% begrenzt, um die damit verbundene Liquiditäts- und Bewertungsproblematik zu beschränken. Damit werden Konsequenzen aus einem Anlageskandal in Großbritannien im Jahr 1996 gezogen.⁷⁰² Eine in der Praxis unwahrscheinliche, aber theoretisch denkbare Wiederholung soll damit schon im Ansatz vorbeugend ausgeschlossen werden.⁷⁰³

Diese Änderungen werden durch eine Deregulierung der Beteiligungsfonds abgerundet, die deren Attraktivität grundlegend erhöhen soll. So wird der Kreis der möglichen Beteiligungsunternehmen um Gesellschaften erweitert, die be-

⁶⁹⁸ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 63.

⁶⁹⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

⁷⁰⁰ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

⁷⁰¹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

⁷⁰² Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 99. Dabei handelte es sich um die „Morgan Grenfell-Affäre“: Ein Fondsmanager hatte einen viel zu hohen Anteil eines Fondsvermögens in nicht-börsennotierte Werte investiert. Daraus resultierten Probleme bei der Bewertung des Fondsvermögens und wegen der beschränkten Fungibilität enorme Schwierigkeiten bei deren Verkauf. Nach heftigen Anlegerbeschwerden mußte die Deutsche Bank als Muttergesellschaft von Morgan Grenfell die zweifelhaften Positionen in das eigene Aktienportefeuille übernehmen und die Anleger schadlos halten. Daraus entstand ein Schaden von mehreren Hundert Millionen DM (Vgl. Glaus, Anlagefonds, S. 34, Fn. 75).

⁷⁰³ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

reits Wertpapiere emittiert haben, die zum amtlichen Handel zugelassen sind oder die an einem anderen organisierten Markt gehandelt werden. Diese Zielgruppe umfaßt Unternehmen, die zwar schon Schuld- oder Genußscheine, aber noch keine Aktien emittiert haben.⁷⁰⁴ Die Beteiligung an Aktiengesellschaften bleibt jedoch weiterhin ausgeschlossen (§ 25b Abs. 1 S. 1 Nr. 2 Buchst. a KAGG). Darüber hinaus entfällt § 25e KAGG, der gesetzliche Vorgaben zur Mindestbeteiligung vorsah.⁷⁰⁵ Ob diese Änderungen den Beteiligungsfonds vor dem Hintergrund der eingangs geschilderten Probleme zum Durchbruch verhelfen können, bleibt fraglich.⁷⁰⁶

4.2.3.2.2 Erweiterung um Dachfonds

Die KAGG-Integration von Dachfonds basiert auf dem neu eingefügten 5. Abschnitt mit dem Titel „Besondere Vorschriften für Investmentfondsanteil-Sondervermögen“ (§§ 25k bis 25m KAGG).⁷⁰⁷ Für diesen neuen Abschnitt gelten nach § 25k KAGG entsprechend der KAGG-Systematik ebenfalls die Vorschriften des 3. Abschnitts (Wertpapier-Sondervermögen), soweit sich keine gesetzlichen Änderungen ergeben (Abbildung 49).

Das Anlagespektrum der Dachfonds umfaßt sowohl die bereits bestehenden KAGG-Fonds und Open-End AuslInvG-Fonds⁷⁰⁸ als auch die neu zugelassenen KAGG-Fonds. Untersagt sind allerdings Investitionen in andere Dachfonds (§ 25l Abs. 1 Nr. 1 KAGG) um „Kaskadenfonds“ zu verhindern. Aus dem gleichen Grund darf sich ein Dachfonds nur an anderen KAGG- und AuslInvG-Fonds beteiligen, die selbst weniger als 5% ihres eigenen Fondsvermögens in andere Fonds investiert haben.

⁷⁰⁴ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 202.

⁷⁰⁵ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 64.

⁷⁰⁶ Siehe dazu Kapitel 3.2.1, S. 83ff.

⁷⁰⁷ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 200.

⁷⁰⁸ Bei den AuslInvG-Fonds dürfen nur Open-End Fonds erworben werden (§ 25l Abs. 1 S. 2 KAGG). Die Ausgrenzung der Closed-End Fonds wird vom Gesetzgeber nicht explizit begründet; vermutlich basiert sie darauf, daß hinsichtlich der Fondskonstruktion eine einheitliche Regelung bei den KAGG- und den AuslInvG-Fonds getroffen werden sollte, um eine entsprechende Standardisierung bei den Unterfonds zu gewährleisten.

Davon ausgenommen sind Fondsbeleihungen, die anstelle von Bankguthaben gehalten werden dürfen (§ 25l Abs. 2 KAGG)⁷⁰⁹, d.h. Geldmarktfonds.⁷¹⁰ Diese Sonderregelung löst einen eventuellen Widerspruch zu dem neu eingeführten § 8 Abs. 3 a S. 1 KAGG auf, der den Wertpapierfonds die Liquiditätshaltung in Geldmarktfonds bis zu maximal 49% des Fondsvermögens gestattet.

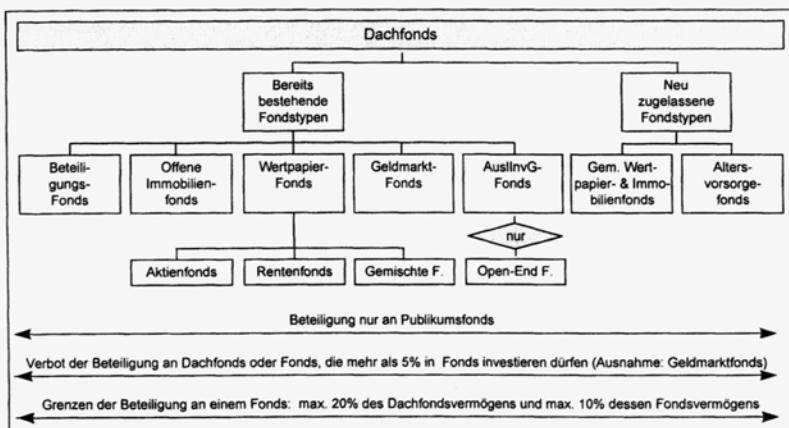


Abbildung 49: Anlagerahmen und -restriktionen der Dachfonds

Dem Prinzip der Risikostreuung wird dadurch Rechnung getragen, daß sich Dachfonds nur mit maximal 20% ihres Fondsvermögens an den Unterfonds beteiligen dürfen (§ 25l Abs. 3 S. 1 KAGG). Gleichzeitig dürfen nicht mehr als 10% der Anteile eines Unterfonds erworben werden (§ 25l Abs. 3 S. 2 KAGG), um Anlegerkonzentrationen zu verhindern. Dies soll vermeiden, daß sich kurzfristige und umfangreiche Zertifikatsrückgaben eines oder mehrerer Dachfonds

⁷⁰⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung, S. 116f.

⁷¹⁰ In diesem Zusammenhang soll zur Verdeutlichung auf zwei Beispieldfälle hingewiesen werden: Nach dieser Regelung dürfte sich ein Dachfonds bspw. nicht an einem Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds beteiligen, der mehr als 5% seines Fondsvermögens in Offene Immobilienfonds investiert hat (Kaskadenfondsverbot). Dafür wäre es bspw. möglich, daß sich ein Dachfonds an einem Wertpapierfonds beteiligt, der mehr als 5% in einem Geldmarktfonds angelegt hat.

für die anderen Anleger der Unterfonds negativ auswirken.⁷¹¹ Wie bereits ausführlich erörtert, ist diese Rückgabeproblematik bei den Offenen Immobilien-Publikumsfonds besonders ernst zu nehmen.⁷¹²

Der latent drohenden Gefahr, daß Dachfonds-Anleger doppelt mit Verwaltungs- oder Vertriebskosten (Ausgabeauf- bzw. Rücknahmeabschläge) belastet werden, beugt der Gesetzgeber durch folgende Sondernormen vor: Die Rechenschafts- und Halbjahresberichte müssen alle Verwaltungs- und Vertriebskosten ausweisen, die durch Beteiligungen an anderen Fonds entstehen (§ 25l Abs. 5 S. 1 KAGG). Dadurch wird Kostentransparenz sichergestellt und die permanente Umschichtung innerhalb des Dachfonds auf Kosten der Anleger weitgehend unterbunden.⁷¹³ Zudem muß auf die doppelte Kostenbelastung im Verkaufsprospekt gesondert hingewiesen werden (§ 25l Abs. 5 S. 2 KAGG).⁷¹⁴

Außerdem darf die Kapitalanlagegesellschaft Verwaltungs- oder Vertriebskosten nicht doppelt in Rechnung stellen, falls der Dachfonds in Fonds investiert, die durch sie selbst oder durch gesellschaftlich mit ihr verflochtene Unternehmen verwaltet werden (§ 25l Abs. 5 S. 3 KAGG).⁷¹⁵ Diese Regelungen werden durch § 25m KAGG abgerundet, der ergänzende Angaben in den Vertragsbedingungen⁷¹⁶ und dem Verkaufsprospekt⁷¹⁷ fordert, um eine ausreichende Transparenz herzustellen.⁷¹⁸

⁷¹¹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 117.

⁷¹² Siehe dazu die Ausführungen unter Kapitel 3.3.3.2, S. 152ff.

⁷¹³ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 117.

⁷¹⁴ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 200; Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 117.

⁷¹⁵ Dieses Verbot entspricht § 8b Abs. 2 S. 3 und Abs. 3 KAGG, der aus Art. 24 Abs. 3 S. 3 und Abs. 4 der OGAW-Richtlinie übernommen wurde. Damit sollen potentielle Interessenkonflikte zwischen einer Kapitalanlagegesellschaft und ihrem Anlegerpublikum weitgehend ausgeschlossen werden (Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 117).

⁷¹⁶ Die Vertragsbedingungen müssen gemäß § 25m Abs. 1 KAGG genaue Auskunft darüber geben, nach welchen Kriterien die Fondauswahl erfolgt, welche Fondsarten einbezogen sind, wie hoch deren jeweiliger Höchstanteil sein darf, welcher Höchstanteil den AuslInvG-Fonds eingeräumt wird und welche ausländischen Sitzstaaten in Frage kommen. Zudem muß die Vergütungsregelung des § 25l Abs. 5 S. 1 KAGG vertraglich geregelt sein.

⁷¹⁷ Der Verkaufsprospekt hat nach § 25m Abs. 2 KAGG anzugeben, welche Charakteristika die Unterfonds prägen, welche Anlagegrundsätze und -grenzen gelten, welche Gebühren, Kosten, Steuern, Provisionen und sonstigen Aufwendungen direkt oder indirekt zu tragen sind und wie die Vergütung geregelt ist.

⁷¹⁸ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 200.

Der Produktnutzen von Dachfonds ist nicht zuletzt deshalb umstritten, da sich die doppelstöckige Fondsstruktur sehr gut dazu eignet, die Anleger zweifach mit Kosten zu belasten. Schon Bernie Cornfield's IOS-Gruppe hat als Urheber der Dachfonds-Konzeption von diesen Möglichkeiten Gebrauch gemacht.⁷¹⁹ Nicht zuletzt deshalb haben Dachfonds in weiten Teilen des Anlegerpublikums ein Imageproblem. Abgesehen davon läßt sich den Dachfonds mittlerweile eine Existenzberechtigung zusprechen, da sie im Rahmen der standardisierten Fondsgebundenen Vermögensverwaltung (Fonds-VV) eingesetzt werden können:

„Die (...) Zulassung von Investmentfonds-Sondervermögen ermöglicht es, (...) eine standardisierte Vermögensverwaltung mit Investmentfonds anzubieten. Damit wird auch auf diesem Teilgebiet die Chancengleichheit aller Anleger realisiert. Ihnen steht mit diesem Entschluß nur die bei großen Anlagesummen angebotene Vermögensverwaltung zur Verfügung.“⁷²⁰

Vermutlich dürfte der Produktnutzen von Dachfonds mit der stetig zunehmenden Anzahl von Standard- und Spezialitätenfonds überproportional ansteigen, da die immer breiter werdende Produktpalette nicht nur Durchschnittsanleger, sondern auch Berater und Vertriebskräfte zunehmend überfordert. Das Problem der optimalen Fondsauswahl und -kombination i.S. der Asset Allocation läßt sich daher auf das Fondsmanagement eines Dachfonds übertragen.⁷²¹

Ein weiterer Vorteil im Vergleich zur Fonds-VV liegt darin, daß die Transaktions- und Verwaltungskosten bei Umschichtungen innerhalb des Dachfonds i.d.R. geringer sind als bei der Direktanlage in Fonds. Durch diese Kostenvorteile kann ein Dachfonds bei ansonsten gleicher Anlagestruktur - insbesondere unter Berücksichtigung der Wiederanlage - auf Dauer höhere Wertentwicklungen erzielen als eine standardisierte Fonds-VV.⁷²² Als weiterer Vorteil ist zu werten, daß sich die Rechnungslegung und Besteuerung auf einen einzigen Fonds reduzieren läßt, d.h. das Handling der Investmentengagements wird überschaubarer. Daher dürfen sich Dachfonds besonders für Anleger eignen, die derzeit die Fonds-VV wahrnehmen.

⁷¹⁹ Vgl. o.V., Dachfonds, S. 29.

⁷²⁰ Raab, Risikokapitalmarkt, S. 30.

⁷²¹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 61.

⁷²² Vgl. o.V., Dachfonds, S. 29.

Die Anlagemöglichkeiten in bezug auf den Immobilienanteil stellen sich wie folgt dar: Generell ist nur die Beteiligung an Immobilien-Publikumsfonds möglich, wobei eine einzelne Beteiligung nicht mehr als 20% des Dachfondsvermögens und 10% des Unterfondsvermögens betragen darf. Die Dachfonds sind daher mit demselben einseitigen Angebot wie die Privatanleger konfrontiert. Ihnen bleibt de facto nur die Möglichkeit der Investition in Standardfonds, die sich lediglich in bezug auf die durchschnittliche Objektgröße unterscheiden. Somit ist weder ein effizientes Investment-Timing, noch eine Spezialisierung nach verschiedenen Anlagemarkten möglich. Daher erscheint die Dachfonds-Konzeption im Hinblick auf die Beteiligung an Immobilienfonds nicht optimal.

Im Ergebnis wird hinsichtlich des Immobilienanteils dem Leitgedanken der Dachfonds-Konstruktion widersprochen, der gerade in der effizienten Steuerung der Kapitalanlage in verschiedenen ausgerichtete Standard- und / oder Spezialitätenfonds liegt. Führt man diesen Gedanken zu Ende, wird deutlich, daß es im Idealfall möglich sein sollte, Dachfonds aufzulegen, die ausschließlich in Immobilienfonds investieren. Hier sei an die in der Einleitung erwähnten REIT-Dachfonds erinnert, die sich hierzulande bereits großer Beliebtheit erfreuen. Wie aber bereits gezeigt wurde, ist ein derartiges Angebotsspektrum mit der Beschränkung auf Offene Immobilien-Publikumsfonds nicht darstellbar. Solche Dachfonds wären erst realisierbar, wenn ein entsprechendes Fondsangebot existieren würde, das nicht nur Standard-, sondern v.a. Spezialitätenfonds enthält. Dies würde jedoch ein REIT-Pendant voraussetzen.

4.2.3.2.3 Erweiterung um Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds

Diesen Fondstyp regelt der neu einbezogene siebte Abschnitt mit der Bezeichnung „Besondere Vorschriften für Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen“ (§§ 37a bis 37g KAGG), für den ebenfalls die Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen gelten, sofern sich keine abweichenden Regelungen ergeben (§ 37a KAGG). Bei diesem Fondstyp handelt es sich - wie der Name verdeutlicht - um eine Kombination aus Wertpapierfonds und Offenen Immobilienfonds, da die Anlagespektren beider Fondstypen miteinander verknüpft

werden (§ 37b Abs. 1 KAGG).⁷²³ Aus diesem Grund ist - wie bei den Offenen Immobilienfonds - die Treuhandlösung obligatorisch (§ 37c KAGG). Es handelt sich aber nicht um Offene Immobilienfonds mit einem erhöhten Liquiditätsanteil, sondern vielmehr um Wertpapierfonds mit Sonderregelungen hinsichtlich der Ausgestaltung des Immobilienanteils (Abbildung 50).

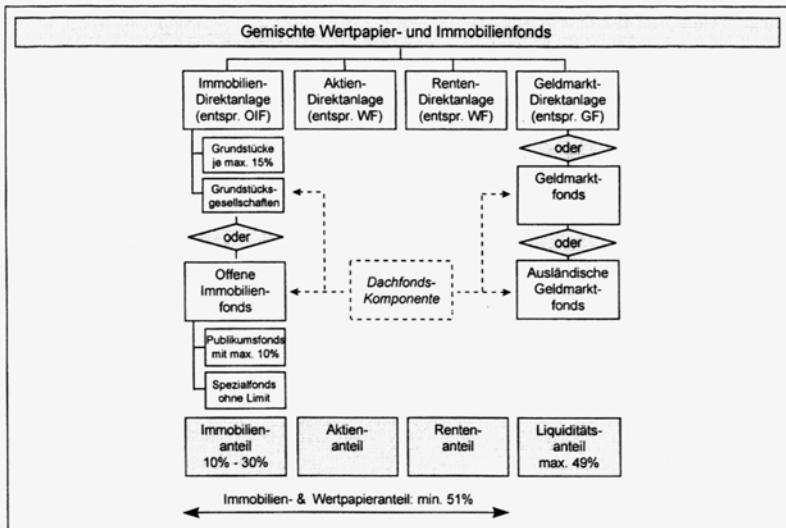


Abbildung 50: Anlagerahmen und -restriktionen der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds

Statt der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage entsprechend den für Offene Immobilienfonds geltenden Vorschriften ist auch die indirekte Immobilien-Kapitalanlage durch Beteiligung an Offenen Immobilienfonds möglich (§ 37b Abs. 4 S. 1 KAGG). Allerdings muß bereits bei der Initiierung des Fonds zwischen beiden Alternativen entschieden werden, d.h. es gilt eine „Entweder / Oder Regelung“ hinsichtlich des Immobilienanteils (§ 37b Abs. 5 KAGG). Unabhängig davon, welche Variante gewählt wird, muß der Immobilienanteil zwis-

⁷²³ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 116f.

schen 10% (§ 37b Abs. 5 S. 1 KAGG) und 30% (§ 37b Abs. 3 S. 1 und Abs. 4 S. 1 KAGG) des Fondsvermögens betragen.

Darüber hinaus ist auch die Liquiditätshaltung bis zu 49% des Fondsvermögens möglich (§ 8 Abs. 2a KAGG), die durch Direktanlagen, aber auch per Geldmarktfonds erfolgen kann (§ 8 Abs. 3 a KAGG-E). Dementsprechend könnte bis zu 79% des Fondsvermögens in anderen Fonds angelegt werden, wenn unter Ausschöpfen der Anlagegrenzen in Offene Immobilienfonds (30%) und in Geldmarktfonds (49%) investiert würde. Eine derart ausgeprägte „Dachfondskomponente“ (Abbildung 50) dürfte jedoch unwahrscheinlich sein, da die Fonds auf einen Anlageschwerpunkt im Wertpapiersektor ausgerichtet sind.

Aus Sicht des Gesetzgebers ist die Beschränkung des Immobilienanteils auf maximal 30% des Fondsvermögens (§ 37b Abs. 3 S. 1 KAGG) nicht nur angemessen, sondern auch am Rande des Vertretbaren, da ein höherer Immobilienanteil aus Anlegerschutzaspekten problematisch gewesen wäre und einer restriktiveren Rechtsgestaltung bedurft hätte.⁷²⁴ Dabei bezieht sich der Gesetzgeber mit Hinweis auf die Rückgabeproblematik bei Offenen Immobilienfonds sowohl auf die daraus resultierenden Liquiditätsregeln des § 35 KAGG (Mindestliquidität, qualitative Anforderungen an die Liquiditätshaltung sowie Einschränkungen des Aktienvertriebs), als auch auf das damit korrelierende Rücknahmeverweigerungsrecht des § 36 KAGG. Aus seiner Sicht wird im Ergebnis durch die relativ niedrig angesetzte 30%-Grenze die Rückgabeproblematik soweit entschärft, daß auf diese Restriktionen bei Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds verzichtet werden kann.⁷²⁵ Dagegen dient die 10%-Untergrenze des Immobilienanteils der Sicherung der Produktwahrheit.⁷²⁶

⁷²⁴ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 121.

⁷²⁵ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 121.

⁷²⁶ In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, daß beide Anlagearten nicht gleichwertig sind, da bei der Beteiligung an einem Offenen Immobilienfonds nicht nur Immobilien, sondern auch liquide Mittel erworben werden. Investiert ein Gemischter Wertpapier- und Immobilienfonds bspw. 10% des Fondsvermögens in einen Offenen Immobilien-Publikumsfonds mit einem Liquiditätsanteil von 40%, ergibt sich de facto nur ein Immobilienanteil von 6%. Der zwingend erforderliche Liquiditätsanteil Offener Immobilien-Publikumsfonds führt daher zu einer Unterallokation.

Da für den Immobilienanteil die novellierten Vorschriften der Offenen Immobilienfonds entsprechende Anwendung finden, darf im Fall der eigenständigen Direktanlage neben Grundstücken (§ 27 Abs. 1 bis 3 KAGG) nunmehr auch in Grundstücksgesellschaften (§ 27a KAGG) investiert werden. Wie bei den Offenen Immobilienfonds ist jedoch bei Einzelobjekten der jeweilige Wert auf maximal 15% des Fondsvermögens begrenzt, um Risikostreuung zu gewährleisten (§ 37b Abs. 3 KAGG). Eine Objektmindestanzahl wird jedoch nicht vorgeschrieben, d.h. es wäre denkbar, daß der Immobilienanteil durch eine einzige Immobilie abgedeckt wird. Außerdem sind zahlreiche Regelungen der Offenen Immobilienfonds entsprechend anzuwenden, falls die Immobilienanlage eigenständig vorgenommen werden soll (§ 37d KAGG). Dazu zählen bspw. die Vorschriften zur Sachverständigenbewertung,⁷²⁷ zur Depotbank (§ 37e KAGG), zum An- und Verkauf sowie zur Beleihung (§ 37f KAGG).

Die Vertragsbedingungen müssen festlegen, welche Vermögensgegenstände erworben werden dürfen (§ 37b Abs. 2 KAGG). Speziell für den Immobilienanteil müssen sie ein Mindestanlagevolumen i.H.v. 10% des Fondsvermögens vorsehen und festlegen, ob der Immobilienanteil durch Direktanlage oder Fondsbeteiligung abgedeckt werden soll (§ 37b Abs. 5 S. 1 KAGG). In diesem Fall haben die Vertragsbedingungen gemäß § 37b Abs. 4 S. 2 KAGG die wesentlichen Merkmale bei der Auswahl von Grundstücks-Sondervermögen anzugeben, um Transparenz zu gewährleisten.

Eine Risikostreuung durch Beteiligung an verschiedenen Fonds ist jedoch nicht vorgeschrieben. Allerdings darf sich ein Gemischter Wertpapier- und Immobilienfonds - wie ein Dachfonds - nur bis zu maximal 10% an einem Offenen Immobilien-Publikumsfonds beteiligen (Rücknahmeproblematik), während für die Beteiligung an Offenen Immobilien-Spezialfonds keine Obergrenzen gelten.⁷²⁸ Für das Erreichen der Mindestanlagevolumina gewährt der Gesetzgeber durch § 37b

⁷²⁷ Die Bewertung hat bei Grundstücken durch Sachverständige gemäß § 27 Abs. 3 KAGG und bei Grundstücksgesellschaften durch Abschlußprüfer und Sachverständige gemäß § 27 KAGG zu erfolgen. Siehe dazu Kapitel 3.3.2.10, S. 140ff.

⁷²⁸ Unabhängig vom Fondstyp übernimmt der Gesetzgeber jedoch sinngemäß die „Doppelvergütungsverhinderungsklausel“ der Dachfonds, da § 25k Abs. 5 KAGG nach § 37g KAGG entsprechend anwendbar ist.

Abs. 5 S. 2 KAGG eine Aufbauphase von vier Jahren im Fall der Direktanlage oder einem Jahr bei der Fondsbe teiligung.

Den Produktnutzen der Gemischten Wertpapier- und Grundstücksfonds sieht der Gesetzgeber darin, daß damit eine „Lücke in der Angebotspalette geschlossen“⁷²⁹ werden soll. Die Vorteilhaftigkeit dieses Fondstyps stellt sich ähnlich wie bei den Dachfonds dar. Die Zielgruppe sind Anleger, die eine Vermögensanlage suchen, die sowohl auf Wertpapiere als auch auf Immobilien gestützt ist und die in bezug auf die Asset Allocation laufend durch das Fondsmanagement optimiert wird.⁷³⁰ Außerdem ergeben sich auch hier im Vergleich zur Beteiligung an verschiedenen Wertpapier- und Offenen Immobilienfonds - sei es eigenständig oder im Rahmen der Fonds-VV - ggf. die oben erörterten Kosten- und Vereinfachungsvorteile.

Im Hinblick auf die Ausgestaltung des Immobilienanteils lassen sich folgende Schlußfolgerungen für die denkbaren Varianten ziehen:

- **Offene Immobilien-Publikumsfonds:** Wie bei den Dachfonds ist diese Lösung wegen der Bewertungs-, Rückgabe- und Spezialisierungsproblematik als nicht optimal zu bezeichnen, da eine sinnvolle Portfolioallokation nicht möglich ist und sich das Angebot auf Standardfonds beschränkt.
- **Offene Immobilien-Spezialfonds:**⁷³¹ Wegen der Bewertungs- und Rückgabe- problematik sowie der erforderlichen Anlagevolumina erscheint diese Lösung ebenfalls nicht besonders attraktiv. Zudem ist eine flexible und effiziente

⁷²⁹ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 61.

⁷³⁰ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 61.

⁷³¹ An dieser Stelle sei nochmals daran erinnert, daß ein Gemischter Wertpapier- und Immobilienfonds ein erhebliches Fondsvolumen haben müßte, um überhaupt einen eigenen Immobilien-Spezialfonds auflegen zu lassen. Geht man bspw. von einem Mindestanlagevolumen i.H.v. DM 500 Mio. aus (Kapitel 3.3.3.10, S. 170) und setzt für den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds einen Immobilienanteil von 20% an, so müßte der Fonds ein Gesamtvolumen von insgesamt DM 2,5 Mrd. aufweisen.

Diese Größenordnung erscheint im Hinblick auf die durchschnittlichen Fondsvolumina im Wertpapierbereich sehr unrealistisch (Kapitel 3.2.3.10, S. 124). Insofern dürften Immobilien-Spezialfonds in der Praxis nur durch die Kooperation mit anderen institutionellen Anlegern, ggf. andere Fonds, realisierbar sein. Denkbar wäre auch die Ausschöpfung der Fremdfinanzierungsspielräume, da sich bei einem maximalen Fremdkapitalanteil von 50% das erforderliche Mindestvolumen im obigen Beispiel auf DM 250 Mio. reduzieren würde.

Portfolioallokation wegen der Fungibilitätsproblematik faktisch nicht möglich, da Spezialfonds eher illiquide sind.

- Eigenständige Immobilien-Kapitalanlage: Auch diese Alternative dürfte keine Patentlösung darstellen, da sie den Aufbau umfangreicher Managementkapazitäten voraussetzt und daher aus Kosten- / Nutzengesichtspunkten v.a. bei kleineren Kapitalanlagegesellschaften nicht sinnvoll erscheinen dürfte.

Somit kann eigentlich keine der drei Alternativen als besonders geeignet bezeichnet werden. Insofern zeigt die Fondskonstruktion der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds nicht nur die konstruktionsbedingten Probleme der Offenen Immobilienfonds auf, sondern auch die nicht zu unterschätzenden Schwierigkeiten der Managementproblematik von Immobilien.

Im Ergebnis wird - wie bei den Dachfonds - eine effiziente und liquide Steuerung der Anlagepolitik in bezug auf die verschiedenen Immobilienmarktsegmente nicht ermöglicht. Führt man diesen Gedanken weiter, so wird deutlich, daß diese Mischfondskonstruktion erst dann zweckmäßig wäre, wenn ein entsprechendes Immobilienfondsangebot existieren würde, das nicht nur Standard-, sondern primär Spezialitätenfonds enthält. Wie aber bereits gezeigt wurde, ist mit der Beschränkung auf Offene Immobilienfonds ein derartiges Fondspektrum nicht darstellbar. Es wäre nur durch ein REIT-Pendant möglich.

4.2.3.2.4 Erweiterung um Altersvorsorgefonds

Durch den neuen Achten Abschnitt „Besondere Vorschriften für Altersvorsorge-Sondervermögen“⁷³² (§§ 37h bis 37m KAGG) werden die Altersvorsorgefonds geregelt. Wie bei den Dachfonds oder den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds gelten die Vorschriften des 3. KAGG-Abschnitts, sofern keine Sonderregelungen bestehen (§ 37h Abs. 1 KAGG).

⁷³² Der Entwurf der Bundesregierung (Begründung 3. FMFG, S. 27) sah ursprünglich die Bezeichnung „Pensions-Sondervermögen“ vor. Der Bundesrat (Stellungnahme 3. FMFG, S. 169) forderte jedoch die Namensänderung in „Altersvorsorge-Sondervermögen“, da dieser Fondstyp keinen Pensionscharakter aufweist. Diese Kritik wurde von der Bundesregierung (Gegenüberstellung 3. FMFG) aufgegriffen. Von Seiten der Kapitalanlagegesellschaften wurde diese Namensänderung bedauert, da man sich unter dem Label „Pensionsfonds“ wegen der damit verbundenen positiven inhaltlichen Begriffsbesetzung bessere Vertriebschancen ausrechnete. Daher sollen diese Fonds in Zukunft als „AS-Fonds“ vermarktet werden.

Das Anlagespektrum des Immobilienanteils der Altersvorsorgefonds ähnelt dem bei Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds. Die Unterschiede bestehen im wesentlichen darin, daß die 10%-Mindestanlagegrenze für den Immobilienanteil entfällt, und stattdessen die Kapitalanlage in stille Beteiligungen (entsprechend den Vorschriften für Beteiligungs-Sondervermögen nach § 25b Abs. 1 S. 1 Nr. 2) bis zu einer Höhe von 10% gestattet ist (§ 37i Abs. 1 KAGG i.V.m. § 37h Abs. 5 KAGG). Daher ist auch für Altersvorsorgefonds die Treuhandlung zwingend vorgeschrieben (§ 37j KAGG). Ein weiterer Unterschied zu den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds besteht darin, daß Altersvorsorgefonds ihren Immobilienanteil sowohl durch Direktanlage, als auch durch Beteiligung an Offenen Immobilienfonds abdecken können, d.h. es resultiert hinsichtlich des Immobilienanteils eine „Sowohl / Als auch Regelung“.

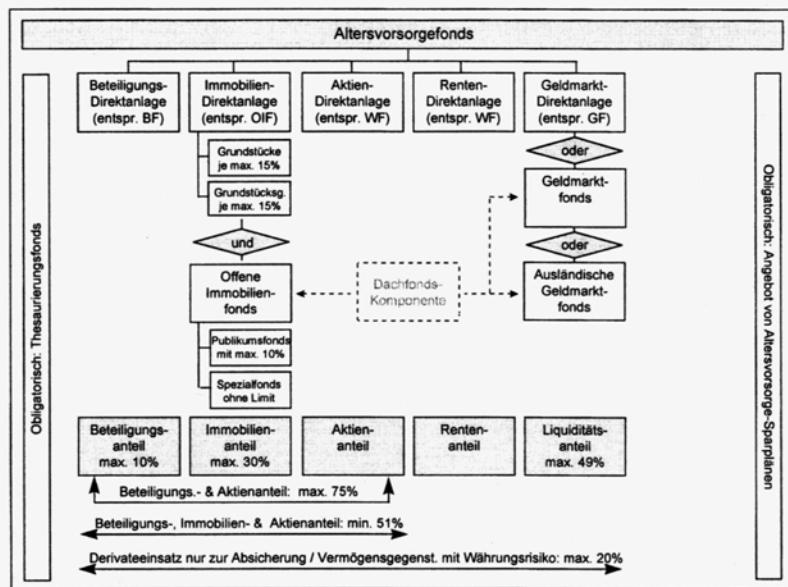


Abbildung 51: Anlagerahmen und -restriktionen der Altersvorsorgefonds

Diese flexiblere Regelung des Immobilienanteils lässt sich dadurch erklären, daß die Altersvorsorgefonds durch zwei obligatorische Produktmerkmale auf

einen sehr langfristigen Vermögensaufbau ausgerichtet sind: Zum einen fordert der Gesetzgeber generell in § 37h Abs. 2 KAGG, daß Altersvorsorgefonds nur als Thesaurierungsfonds aufgelegt werden dürfen, „(...) da die laufende Gewinnausschüttung dem Ziel der langfristigen Anlage widersprechen würde.“⁷³³ Zum anderen müssen die Kapitalanlagegesellschaften Sparpläne anbieten (§ 37m KAGG). Daher ist anzunehmen, daß diese Fonds langfristig große Fondsvolumina aufbauen werden, wobei sich die Präferenzen für die Immobilien-Anlagemedien mit zunehmender Fondsgröße verändern dürften.

Der Gesetzgeber unterwirft die Immobilien-Direktanlage fast denselben Anforderungen wie bei den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds. Gestattet ist sowohl die Kapitalanlage in Grundstücke, als auch in Grundstücksgesellschaften entsprechend den für Offene Immobilienfonds geltenden Vorschriften. Obwohl keine Mindestgrenze vorgegeben ist, gilt für Einzelgrundstücke die 15%-Obergrenze der Offenen Immobilienfonds und für die Summe der immobilienbezogenen Anlagen eine 30%-Obergrenze (§ 37h Abs. 3 KAGG i.V.m. § 37b Abs. 2 KAGG). In bezug auf Verwaltung, Depotbank, Sachverständigenausschuß etc. gelten ebenfalls dieselben Anforderungen, da § 37d KAGG entsprechend anzuwenden ist (§ 37k Abs. 1 S. 1 KAGG). Eine abweichende Regelung ergibt sich im Vergleich zu den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds nur insofern, als die eigenständige Immobilien-Kapitalanlage und die Beteiligung an Offenen Immobilienfonds gleichzeitig möglich ist.

Zusätzlich ergeben sich folgende Restriktionen: Da dem Gesetzgeber unter dem Gesichtspunkt der Altersvorsorge eine Substanzwertorientierung wichtig erscheint, muß die Summe aus Aktien-, Immobilien- und Beteiligungsanteil mindestens 51% des Vermögens des Altersvorsorgefonds betragen (§ 37i Abs. 7 KAGG). Gleichzeitig darf die Summe aus Aktien- und Beteiligungsanteil aber nicht 75% des Fondsvermögens übersteigen (§ 37i Abs. 6 KAGG). Abgerundet werden diese Maßnahmen dadurch, daß Derivate nur zur Fondsabsicherung eingesetzt werden dürfen (§ 37i Abs. 9 KAGG) und der Anteil von Vermögens-

⁷³³ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 122.

gegenständen mit Währungsrisiken auf maximal 20% beschränkt wird (§ 37i Abs. 10 KAGG).

Mit der Zulassung von Altersvorsorgefonds hat der Gesetzgeber erstmals einen Investmentfondstyp als „Zielfonds“ realisiert.⁷³⁴ Der Zweck der Altersvorsorgefonds liegt darin, ein zusätzliches Instrument zur Sicherung der Altersversorgung zur Verfügung zu stellen.⁷³⁵ Insofern handelt es sich gewissermaßen um eine Weiterentwicklung der Konzeption der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds, die in erster Linie durch Substanzorientierung und flankierende risikoreduzierende Sondernormen charakterisiert ist. Allerdings genießen die Altersvorsorgefonds keine steuerliche Sonderbehandlung; dies wird v.a. von Seiten der Versicherungswirtschaft immer wieder kritisch betont, da sich der Wettkampf zwischen der Investment- und der Versicherungsbranche um den Milliardenmarkt für Altersvorsorgegelder zunehmend verschärft.⁷³⁶

Das Fazit hinsichtlich der Immobilien-Kapitalanlage der Altersvorsorgefonds stellt sich ähnlich wie bei den Dachfonds und den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds dar. Trotz der vergleichsweise hohen Flexibilität ist eine effiziente Steuerung der Anlagepolitik - in bezug auf die verschiedenen Immobilienmarktsegmente - nicht möglich. Stellt man diese Erkenntnisse dem eingangs beschriebenen Trend der US-Pension Funds gegenüber, die größtenteils ihre Immobilien-Direktanlagen und Fondsbesitzungen in REITs umschichten, wird die Zweckmäßigkeit der Regelungen des Gesetzgebers im Hinblick auf die Immobilienanlagealternativen in Frage gestellt.

⁷³⁴ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 200.

⁷³⁵ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 200. Zum zentralen Problem der Altersvorsorge in der BRD vgl. Laux, Altersvorsorge, S. 1ff.; Ehren / Hetzer / Seeger, S. 158ff. und zum potentiellen Beitrag der Altersvorsorgefonds siehe Laux, Pensions-Sondervermögen, S. 458ff.; Laux, Altersvorsorgeinstrument, S. 263ff.; Zeyer, Altersvorsorge, S. 30; Donovitz, AS-Fonds, S. 86ff.; Für eine Übersicht der i.d.R. positiven Beurteilung der Altersvorsorgefonds seitens der Politik vgl. Bury, Wettbewerb, S. 155; Repnik, Pensions-Sondervermögen, S. 157ff.; Solms, Pensions-Sondervermögen, S. 162; Heubeck, Pensionsfonds, S. 168ff. Allerdings ergeben sich bei der Umsetzung der AS-Fonds aus den verschiedensten Gründen Verzögerungen (Narat, Monate, S. 37).

⁷³⁶ Vgl. Ehren / Hetzer / Seeger, Duell, S. 171f.

4.2.3.3 Änderungen der Spezialisierungsregelung

Die Modifikationen bei den Wertpapierfonds erstrecken sich primär auf Aktienfonds. Hervorzuheben ist hier die Zulassung von Aktienindexfonds, die bisher nur beschränkt möglich war, da bei zahlreichen anerkannten Börsenindizes einzelne Werte die in § 8a Abs. 1 S. 1 KAGG vorgesehene 5%-Anlagegrenze überschreiten.⁷³⁷ Auch wenn diese Anlagegrenze durch ausdrückliche Regelung in den Vertragsbedingungen auf 10% erhöht wird, wie dies bei Aktienfonds üblich ist,⁷³⁸ können sich Probleme ergeben. So hatte bspw. die Allianz-Aktie in der Vergangenheit einen Anteil von mehr als 10% am DAX.⁷³⁹ Durch den ergänzend eingefügten § 8c Abs. 3 KAGG wird es möglich, diese Limits zu überschreiten, sofern die Vertragsbedingungen vorsehen, daß das Aktienportfolio einen etablierten Aktienindex explizit abbilden soll und Überschreitungen daraus resultieren können. Zudem muß der Verkaufsprospekt darauf hinweisen, daß der Grundsatz der Risikomischung nur eingeschränkt gilt und angeben, welche Aktien mit welcher Gewichtung in dem Index enthalten sind.

Die Zulassung von Aktienindexfonds ist - trotz der u.U. eingeschränkten Risikostreuung - insofern zu begrüßen, als dieser Fondstyp sehr kostengünstig ist, da keine Researchkosten und nur minimale Transaktionskosten anfallen; d.h. die Verwaltungskosten sind deutlich günstiger als die von aktiv gemanagten Aktienportefeuilles.⁷⁴⁰ Zudem ist ein direkter Kostenvergleich möglich. Ein weiterer Vorzug der Aktienindexfonds liegt darin, daß der Anleger in den Medien die Wertentwicklung des Fonds laufend verfolgen kann, da sie direkt an die Indexentwicklung geknüpft ist.⁷⁴¹ Insofern handelt es sich bei Aktienindexfonds um ein Fondsprodukt, das sich in Kombination mit anderen Fondstypen hervorra-

⁷³⁷ Als konkrete Beispiele nennt der Gesetzentwurf die Werte Novartis beim Swiss Market Index (SMI), Nokia im Helsinki Stock Exchange Index (HEX), ÖVM im Austrian Traded-Index (ATX) oder ENI in MIB 30 (Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 101).

⁷³⁸ Vgl. Laux / Päslar, Wertpapier-Investmentfonds, S. 36f.

⁷³⁹ Vgl. Raab, Risikokapitalmarkt, S. 30f.

⁷⁴⁰ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 202.; Zeyer, Indexfonds, S. 28; Narat, Index, S. 53.

⁷⁴¹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 62.

gend zur Altersvorsorge anbietet. Zudem kommen Indexfonds für die strukturierte Vermögensverwaltung in Frage.⁷⁴²

4.2.3.4 Änderungen der Laufzeitregelung

Neben den Aktienindexfonds werden auch Aktienfonds mit begrenzter Laufzeit (§ 15 Abs. 3 Buchst. k KAGG) zugelassen. Die Attraktivität dieser Fonds liegt darin, daß diese sich durch die Laufzeitbegrenzung und unter Verwendung von Verkaufsoptionen oder Termingeschäften über einen mittelfristigen Zeitraum gegen Kursverluste absichern lassen.⁷⁴³ Auf diese Weise kann den Bedürfnissen risikoscheuer Anleger Rechnung getragen werden, die nur abgesicherte Aktienfonds („Fonds mit ABS und Airbag“) erwerben würden. Daher erscheint die Laufzeitbegrenzung dem Gesetzgeber als geeignet, „Anlegerkreise an den Aktienmarkt heranzuführen, die einer Aktienanlage wegen der damit verbundenen Risiken bislang eher zurückhaltend gegenüberstehen.“⁷⁴⁴

Während bei den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds eine Laufzeitbeschränkung nicht gesetzlich untersagt wird, ist sie bei Dachfonds ausgeschlossen, da § 15 Abs. 3 Buchstabe k KAGG gemäß § 25I Abs. 4 KAGG keine Anwendung findet. Dagegen sind die Altersvorsorgefonds konstruktionsbedingt immer ohne Laufzeitlimit aufzulegen.

4.2.3.5 Änderungen des Anlegerspektrums

Das Anlegerspektrum der Geldmarktfonds wird im Ergebnis um eine Reihe institutioneller Investoren innerhalb des KAGG erweitert, da sie für die alternative Liquiditätsanlage sämtlicher offener Investmentfonds genutzt werden können.

Dagegen wird das Anlegerspektrum der Wertpapierfonds und der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds um die Dachfonds ergänzt. Obwohl ein Dachfonds prinzipiell auch in Altersvorsorgefonds investieren könnte, erscheint eine Kombination wegen der Umschichtungsproblematik allerdings nicht besonders

⁷⁴² Vgl. Zeyer, Indexfonds, S. 28.

⁷⁴³ Vgl. Raab, Risikokapitalmarkt, S. 30.

⁷⁴⁴ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 63.

sinnvoll. Im Gegenteil ist darauf hinzuweisen, daß sowohl Dachfonds als auch Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds bei entsprechender Ausgestaltung die Altersvorsorgefonds-Konzeption weitgehend abbilden könnten.

4.3 Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften

4.3.1 Regulierung

Die Ziele des Gesetzgebers bei den Änderungen der Offenen Immobilienfonds sind im wesentlichen darauf ausgerichtet, den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mehr Flexibilität beim Fondsmanagement einzuräumen.

Außerdem wird den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ermöglicht, für Dritte Immobilien- und Portfoliomanagementleistungen außerhalb des Rahmens des KAGG zu übernehmen. Hinsichtlich dieser Dienstleistungen ist allerdings vorab darauf hinzuweisen, daß die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften nicht für Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften tätig werden dürfen, weil dadurch Kernbereiche ihrer Kapitalanlagetätigkeit berührt wären.⁷⁴⁵ Daran wird deutlich, daß diese Deregulierung nur auf Anlegergruppen außerhalb des KAGG als potentielles Anlegerpublikum abzielt.

Die Maßnahmen betreffend das Anlagespektrum Offener Immobilienfonds erstrecken sich primär auf dessen Erweiterung um Grundstücksgesellschaften. Weitere wichtige Maßnahmen sind die Integration der Bestellung von Erbbaurechten, die Zulässigkeit von Geldmarkt- und Wertpapierfonds für die liquiden Mittel sowie die Definition der Liquiditätsobergrenze. Außerdem können Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften durch Geldmarktfonds ihr Liquiditätsmanagement an Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften übertragen.

Das Dienstleistungsangebot der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften wird nur mit einem Satz geregelt, der besagt, daß sie „einzelne in Grundstücken angelegte Vermögen für andere verwalten“ dürfen (§ 1 Abs. 6 Nr. 2a KAGG). Diese Regelung führt allerdings nicht nur zu Interpretationsschwierigkeiten, son-

⁷⁴⁵ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 49.

dern hat auch Auswirkungen auf die Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften, die anschließend zu diskutieren sind.

4.3.2 Konzeption

Für Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ergeben sich aus den aktuellen Gesetzesänderungen ebenfalls zwei unterschiedliche Konzeptionen: Falls eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft keine Managementleistungen für externe Anleger anbieten bzw. übernehmen will, besteht die bisherige Grundkonzeption weiter.⁷⁴⁶ Allerdings wäre die Erweiterung des Fondsspektrums um Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds unter den entsprechenden Voraussetzungen möglich. Sie wäre auch insofern wahrscheinlich, als es für Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften wesentlich einfacher und kostengünstiger wäre, die Anforderungen des BAKred an eine Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft zu erfüllen, als dies umgekehrt der Fall ist (Abbildung 52).

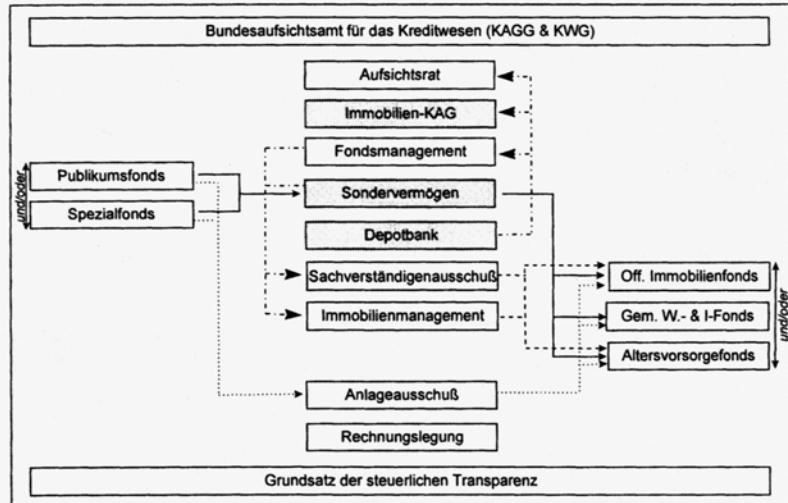


Abbildung 52: Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ohne Immobilien-Dienstleistungsangebot nach der KAGG-Novelle '98

⁷⁴⁶ Siehe dazu die Ausführungen in Kapitel 3.2.2.1, S. 89f.

Aus diesen Ausführungen wird deutlich, daß sich die Geschäftstätigkeit der Wertpapier- und der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften in Zukunft überschneiden wird, und beide Anbietergruppen speziell bei den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds in ein enges Konkurrenzverhältnis treten dürften. Selbst Angebote von Altersvorsorge-Sondervermögen durch Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sind zu erwarten.⁷⁴⁷ Vor allem kleinere Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften wären somit u.U. dazu gezwungen, sich an Fonds von Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften zu beteiligen, mit denen sie im direkten Wettbewerb stehen.

Falls dagegen Dienstleistungen übernommen werden sollen, ergibt sich eine konzeptionelle Erweiterung des Angebotsspektrums, die in Immobilien- und Portfoliomanagementleistungen zu differenzieren wäre (Abbildung 53). An dieser Stelle ist jedoch auf das oben bereits angesprochene Interpretationsproblem des § 1 Abs. 6 S. 1 Nr. 2a KAGG einzugehen, da bislang nicht eindeutig ist, ob nur Immobilienmanagementleistungen oder auch Portfoliomanagementleistungen angeboten werden dürfen.⁷⁴⁸ Da der Gesetzgeber aber nicht explizit zwischen Portfoliomanagement (Ankauf / Verkauf) und Immobilienmanagement (Verwaltung) differenziert hat, ist davon auszugehen, daß beide Dienstleistungsangebote zulässig sind.⁷⁴⁹ Diese Interpretation spiegelt sich auch in der betreffenden Passage der Gesetzesbegründung wider:

„Zur weiteren Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Investmentbranche und damit des Finanzplatzes Deutschland werden in der in Satz 1 eingefügten Nummer 2a die Nebengeschäftsmöglichkeiten für Kapitalanlagegesellschaften erweitert, die Grundstücks-Sondervermögen verwalten. Solche Kapitalanlagegesellschaften können danach für Kunden eine individuelle Grundstücksverwaltung übernehmen. Aufgrund des engen Zusammenhangs, der zwischen der Verwaltung des Immobilienbestandes von Grundstücks-Sondervermögen und einer individuellen Verwaltung von Grundstücks-

⁷⁴⁷ So plant bspw. die Westdeutsche Immobilienbank über ihre Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft neben dem Offenen Immobilienfonds Westinvest1 ab Mitte 1999 auch einen Altersvorsorgefonds anzubieten (Vgl. Stinner, ausländischen Partnern, S. 5).

⁷⁴⁸ Diese Differenzierungsproblematik ergibt sich durch die Parallelregelung des § 1 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 KAGG, der die nicht-fondsgebundene Vermögensverwaltung auf der Grundlage von Finanzinstrumenten durch Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften regelt. Siehe dazu ausführlich C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 46f.

⁷⁴⁹ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 47.

vermögen besteht, kann das bei der Kapitalanlagegesellschaft vorhandene fachliche und organisatorische know how für diese Nebentätigkeiten sinnvoll genutzt werden.“⁷⁵⁰

Betätigt sich eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mit diesem Dienstleistungsangebot, wird sie „in fremdem Namen auf fremde Rechnung tätig“, wobei sich der wirtschaftliche Entscheidungsspielraum durch die Ausgestaltung in den Managementverträgen bestimmt (Abbildung 53).

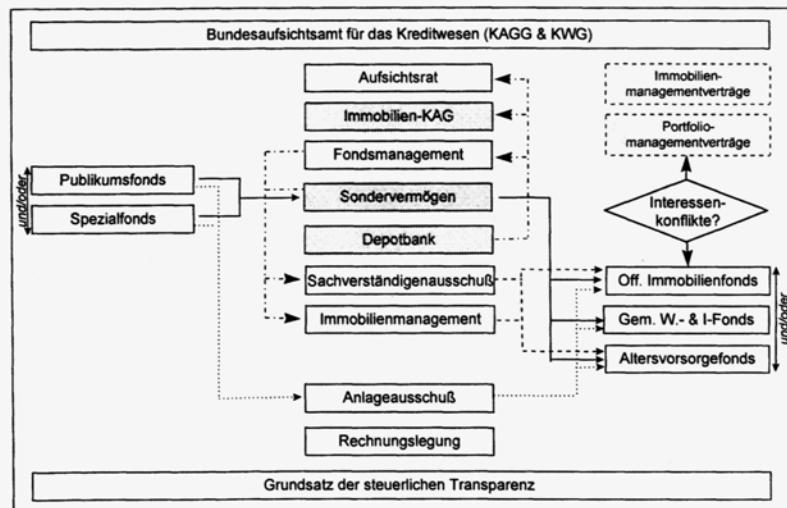


Abbildung 53: Konzeption der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mit Immobilien-Dienstleistungsangebot nach der KAGG-Novelle '98

Dabei ist hervorzuheben, daß die Managementtatigkeit nicht direkt der Bankenaufsicht unterliegt.⁷⁵¹ Bei dem Angebot immobilienbezogener Managementdienstleistungen darf allerdings nicht die Problematik potentieller Interessenkonflikte außer acht gelassen werden: So stellt sich bspw. beim Objektankauf immer die Frage, fur welches Portfolio ein gutes Angebot wahrgenommen werden soll. Andererseits ware bspw. denkbar, daß bei Vermietungsverhandlungen

⁷⁵⁰ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 98.

⁷⁵¹ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 48.

zwei Objekte in Konkurrenz zueinander treten. Insofern ist dieses Problem v.a. aus Sicht der potentiellen Anleger nicht zu unterschätzen. Diese Interessenkonflikte dürften mit der Anzahl der betreuten Sondervermögen bzw. Vermögen und deren Bestandshomogenität tendenziell zunehmen. Hier stellt sich die Frage nach den potentiellen Nachfragern dieser Dienstleistungen, die sich in Anlehnung an die eingangs getroffene Systematisierung der Investorentypen nach Rechtsform folgendermaßen zusammenfassen läßt:⁷⁵²

- Privatinvestoren: Diese Anlegergruppe dürfte wegen der zu erwartenden hohen Mindestvolumina nur im High Net Worth Bereich in Frage kommen.
- Institutionelle Investoren: Im Hinblick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen wären diese Anleger zunächst in ausländische und inländische Anleger zu unterscheiden. Bei den inländischen Investoren dürften primär Versicherungen sowie Pensionskassen und Stiftungen in Betracht kommen.
- Unternehmen: Bezuglich dieser Zielgruppe wäre denkbar, daß konzernneigene Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften alle Immobilienmanagementaktivitäten unter einem Dach bündeln, um die Synergie- und Rationalisierungseffekte zwischen Investment Management, Kapitalanlage-Management und Corporate Real Estate Management zu realisieren.⁷⁵³ Ob jedoch andere Unternehmen auf diese Dienstleistungsangebote eingehen werden bzw. würden, bleibt abzuwarten.

4.3.3 Angebotsanalyse

4.3.3.1 Übersicht

Die Änderungen bei den Offenen Immobilienfonds betreffen in erster Linie das Anlagespektrum. Darüber hinaus ergeben sich kleinere Neuerungen betreffend

⁷⁵² Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 49.

⁷⁵³ Vgl. dazu bspw. Gutte / Ullrich / Kottmann, Deutsche Bank, S. 641ff., die einen interessanten Überblick über die CREM-Aktivitäten der Deutschen Bank geben. Die Deutsche Bank ist insofern ein gutes Beispiel, als die DEBEKO und die Deutsche Immobilien-Anlagegesellschaft (DIA) in die Deutsche Grundbesitz Management (DGMG) verschmolzen wurden, die bereits sehr eng mit der Deutschen Grundbesitz-Investmentgesellschaft (DGI) als konzernneigener Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft kooperiert.

der Laufzeitregelung und eine Ausweitung des potentiellen Anlegerspektrums durch die Erweiterung um die neuen Fondstypen (Abbildung 54).

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Offene Immobilienfonds		
Laufzeitregelung	ohne Begrenzung		
Anlegerspektrum	Publikumsfonds (alle Investoren)	Spezialfonds (≤ 10 nicht-natürliche Investoren)	Mischformen

Abbildung 54: *Übersicht der Änderungen des Fondsangebots bei den Offenen Immobilienfonds durch die KAGG-Novelle '98*

Die das Anlagespektrum berührenden Deregulierungsmaßnahmen konzentrieren sich auf dessen Ergänzung um Grundstücksgesellschaften. Darüber hinaus betreffen sie die Liquiditätshaltung, die Liquiditätsobergrenze und die Bestellung von Erbbaurechten.

4.3.3.2 Änderungen des Anlagespektrums

4.3.3.2.1 Liquiditätshaltung

Die neuen Liquiditätsvorschriften des modifizierten § 35 KAGG stellen sich folgendermaßen dar:⁷⁵⁴ Wie bei den anderen Fondstypen (entsprechend § 8 Abs. 3a KAGG) werden die zulässigen Liquiditätsanlagen um Beteiligungen an in- und ausländischen Geldmarktfonds ergänzt. Die einzige Voraussetzung für vorgeschaltete Geldmarktfonds besteht darin, daß deren Anlagespektrum durch die Vertragsbedingungen auf die für Grundstücks-Sondervermögen zulässigen Anlageformen eingeschränkt ist (§ 35 Abs. 1 S. 2 KAGG). Wie bei den anderen Fondstypen dürfen maximal 10% der Anteile eines Geldmarkt-Publikumsfonds erworben werden, während bei Geldmarkt-Spezialfonds kein Limit vorgegeben ist (§ 35 Abs. 1 S. 3 KAGG). Die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sollen sich so das Know-How der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften zunutze

⁷⁵⁴ Siehe hierzu C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 212ff.

machen können,⁷⁵⁵ wobei der Gesetzgeber v.a. Spezialfonds als Anlagealternative zum eigenständigen Liquiditätsmanagement beurteilt.⁷⁵⁶

4.3.3.2.2 Liquiditätsquote

Die bisherige Regulierungslücke bezüglich einer eindeutigen Regelung zur Liquiditätsquote und deren Ermittlung wird durch den neu eingefügten § 35 Abs. 2 KAGG geschlossen. Nachdem das KAGG bisher eine feste Liquiditätsgrenze nicht vorsah, wird der Anteil der liquiden Mittel auf 49% limitiert. Bei der Berechnung dieser Quote wird den besonderen Gegebenheiten des Immobiliengeschäfts insofern Rechnung getragen, als bestimmte Vermögenspositionen vom Liquiditätsanteil abzuziehen sind.

Dabei handelt es sich zunächst um den Betrag, der für die nächste Ausschüttung vorgesehen ist. Zusätzlich sind sämtliche Mittel in Abzug zu bringen, die zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung benötigt werden und die zur Erfüllung von Verbindlichkeiten aus rechtswirksam geschlossenen Grundstückskauf- und Bauverträgen erforderlich sind, die in den folgenden zwei Jahren fällig sind. Zu diesen Verbindlichkeiten zählen auch Fremdfinanzierungen von Auslandsakquisitionen.⁷⁵⁷ Im Umkehrschluß führt dies dazu, daß diese Positionen über das 49%-Limit hinaus vorgehalten werden können, wodurch die Flexibilität der Kapitalanlagegesellschaft erheblich erhöht wird.⁷⁵⁸ Die daraus resultierende Vereinfachung der Fondssteuerung in bezug auf die Gewichtung zwischen dem Immobilienanteil und dem Anteil an liquiden Mitteln sollte letztlich den Anlegern zugute kommen.

⁷⁵⁵ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 120.

⁷⁵⁶ Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 203.

⁷⁵⁷ Vgl. Westrup, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 40.

⁷⁵⁸ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 120.

4.3.3.2.3 Bestellung von Erbbaurechten

Durch die Genehmigung der Bestellung von Erbbaurechten (§ 27 Abs. 5 KAGG) an den in § 27 Abs. 1 Nr. 1 - 3 KAGG aufgeführten Grundstücksarten wird der bisherige Immobilien-Anlagekatalog geringfügig erweitert.⁷⁵⁹ Die Begrenzung der Erbbaurechte auf eine Laufzeit von 80 Jahren in § 27 Abs. 1 Nr. 5 S. 1 KAGG begründet der Gesetzgeber dadurch, daß diese Zeitspanne als Lebensdauer von Bürogebäuden anzusehen sei. Verlängerungen eines Erbbaurechts gelten gemäß § 27 Abs. 1 Nr. 5 S. 1 KAGG als Neubestellung, bei der die bisherige Laufzeit in Abzug zu bringen ist. Im Falle der Bestellung von Erbbaurechten muß der Sachverständigenauschuß die Angemessenheit des Erbbauzinses bestätigen und den daraus resultierenden Verkehrswert ermitteln (§ 27 Abs. 1 Nr. 5 S. 2 KAGG).

Um den Charakter als Grundstücks-Sondervermögen zu wahren, wird der Anteil bestellter Erbbaurechte auf 10% des Fondsvermögens begrenzt (§ 27 Abs. 1 Nr. 5 S. 3 KAGG).⁷⁶⁰ Die Zulassung der Bestellung von Erbbaurechten begründet der Gesetzgeber weniger mit dem relativ risikolosen Anlageprofil von Erbbaurechten und deren Attraktivität als Anlageform. Im Vordergrund stand vielmehr die Überlegung, eine Sonderregelung für Grundstücke zu schaffen, „die aufgrund unvorhersehbarer Umstände z.B. Änderung baurechtlicher Planungsgrundlagen nicht anderweitig nutzbar sind, aber im Bereich des Sondervermögens belassen werden sollen, um Veräußerungen mit Verlust zu vermeiden.“⁷⁶¹ Die Bestellung von Erbbaurechten kann daher als Exit-Strategie zur Verwertung problematischer Projektentwicklungen dienen. Daneben erhöht sie generell die Flexibilität des Immobilienmanagements.⁷⁶²

⁷⁵⁹ An dieser Stelle sei nochmals darauf hingewiesen, daß es bisher gesetzlich genehmigt war, diese Grundstücke als Erbbaunehmer zu erwerben (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 KAGG, siehe Kapitel 3.2.3.10, S. 124). Neu ist lediglich die Vergabe von Erbbaurechten an Grundstücken des Sondervermögens als Erbbaugeber, d.h. die Grundstücke fallen bei Ablauf wieder zurück.

⁷⁶⁰ Die Obergrenze für Erbbaurechte kann somit gewissermaßen als Parallelregelung zu den 20%-Obergrenzen bei den unbebauten Grundstücken oder Grundstücken, die zur Bebauung vorgesehen sind, beurteilt werden.

⁷⁶¹ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 118.

⁷⁶² Vgl. Westrup, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 40.

4.3.3.2.4 Grundstücksgesellschaften

Als wichtigste Änderung dürfte die Integration der indirekten Immobilien-Kapitalanlage durch die Zulassung der Beteiligung an Grundstücksgesellschaften anzusehen sein (§ 27a KAGG).⁷⁶³ Dies hat primär steuerliche Hintergründe:

„Die Möglichkeit zum Beteiligungserwerb zielt insbesondere darauf ab, Investitionen im Ausland zu ermöglichen. Der direkte Immobilienerwerb für Ausländer ist vor allem in Frankreich und Belgien mit einer prohibitiv wirkenden hohen Grunderwerbsteuer belastet, mit 18,6 % bzw. 12,5%. Der Erwerb von Gesellschaftsanteilen senkt die Erwerbsnebenkosten in Frankreich je nach Gesellschaftsform auf 4% bis 8,5%.“⁷⁶⁴

Weitere Vorteile von Grundstücksgesellschaften bestehen darin, daß neben der potentiellen Losgrößen- und Fristentransformation u.U. auch die Managementkapazitäten von Partnern eingebunden werden können: Dadurch lassen sich v.a. bei Auslandsinvestitionen eventuelle Markteintrittsbarrieren bei managementintensiven Bestandsimmobilien oder umfassenden Projektentwicklungsmaßnahmen überwinden. Umgekehrt können dadurch auch internationale Investoren in inländische Investitionen eingebunden werden.⁷⁶⁵ Da diese Grundstücksgesellschaften auf der Kombination von Gesellschaftstyp, Closed Prinzip und Closed-End Prinzip beruhen, hat der Gesetzgeber somit - zumindest indirekt - den Gesellschaftstyp für Immobilien-Kapitalanlagen in das KAGG integriert.

Allerdings unterliegen die indirekten Engagements umfangreichen Anforderungen,⁷⁶⁶ da die realisierte Form keine Abkehr vom Prinzip der vollen Verantwortung der Kapitalanlagegesellschaft für die getätigte Investition darstellt.⁷⁶⁷ Es handelt sich quasi um rechtlich indirekte Anlageformen, die sich dennoch wirt-

⁷⁶³ Nach Waldmann (neue Kapitalanlagegesetz, S. 412) haben die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften schon seit längerem die Erweiterung des Anlagespektrums um Grundstücksgesellschaften gefordert (Vgl. auch Wonhas, Anmerkungen, S. 730; Ehrlich, Immobilienanlagen, S. 377; Mathes, Handlungsbedarf, S. 485; Päslar, Offene Immobilienfonds, S. 404ff.).

⁷⁶⁴ v. Zitzewitz, institutionelle Investor, S. 4; Westrup, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 38f.

⁷⁶⁵ Vgl. Mathes, Handlungsbedarf, S. 485.

⁷⁶⁶ Vgl. dazu auch Päslar, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 6.

⁷⁶⁷ Vgl. v. Zitzewitz, institutionelle Investor, S. 5.

schaftlich wie direkte Anlageformen darstellen sollen. Dementsprechend umfangreich und restriktiv ist deren Regulierung ausgefallen:

Zunächst müssen Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften in den Vertragsbedingungen vorgesehen sein und einen nachhaltigen Ertrag erwarten lassen (§ 27a Abs. 1 S. 1 KAGG). Um sicherzustellen, daß die wirtschaftlichen Charakteristika mit Direktinvestitionen übereinstimmen, muß nach § 27a Abs. 1 S. 2 KAGG der Gesellschaftsvertrag (bzw. die -satzung) festlegen, daß der Geschäftszweck der Grundstücksgesellschaft dem der Kapitalanlagegesellschaft entspricht und daß nur die im Anlagekatalog des § 27 KAGG aufgelisteten Grundstückstypen erworben werden dürfen. Vor Erwerb einer Gesellschaftsbeteiligung ist deren Wert durch einen Abschlußprüfer i.S. des § 319 Abs. 1 HGB zu ermitteln (§ 27a Abs. 2 KAGG).

Zudem hat die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft sicherzustellen, daß sie die für Satzungsänderungen erforderliche Stimmen- und Kapitalmehrheit erwirbt und eine Nachschußpflicht ausgeschlossen ist (§ 27a Abs. 3 KAGG). So müßten bspw. bei einer Beteiligung an einer deutschen AG i.d.R. mindestens 75% des Grundkapitals und beim Anteilserwerb einer GmbH mindestens 75% der abgegebenen Stimmen erworben werden; bei anderen Rechtsformen mit Haftungsbeschränkung (z.B. KG) oder ausländischen Beteiligungsgesellschaften müßten die entsprechenden Mindestgrenzen in Abhängigkeit von den rechtlichen Rahmenbedingungen ermittelt werden.⁷⁶⁸

Mit einer derart dominanten Gesellschafterrolle will der Gesetzgeber sicherstellen, daß bei den Grundstücksgesellschaften neben der Einhaltung der o.g. KAGG-Vorschriften auch Objektverkäufe, Beteiligungsverkäufe und Erlösausschüttungen ohne Rücksicht auf Dritte durchgesetzt werden können.⁷⁶⁹ Als weitere Sicherungsmaßnahme fordert der Gesetzgeber in § 27a Abs. 4 KAGG, daß sämtliche Einlagen voll eingezahlt sein müssen und daß die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft im Falle einer Beteiligung von Mitgesellschaftern ein Vorkaufsrecht auf deren Anteile haben muß. Dadurch werden eventuelle Boni-

⁷⁶⁸ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 193.

⁷⁶⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3.FMFG, S. 118.

tätsrisiken bei den Mitgesellschaftern zum Beteiligungszeitpunkt weitgehend ausgeschaltet und die laufende Kontrolle über den Gesellschafterkreis gewährleistet.⁷⁷⁰ Diese Gestaltung entspricht aber aus verschiedenen Gründen nicht den Anforderungen der Praxis, wie folgende Aussage des Despa-Geschäftsführers Alda zeigt:

„(...) der Gesetzgeber wollte damit ein hohes Maß an Sicherheit für den Anleger erreichen. Aus Sicht des Fonds hat der Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an einer Objektgesellschaft entscheidende Webfehler. Gerade bei Auslandsinvestitionen ist es oft sinnvoll, mit einem lokalen Partner zusammenzuarbeiten. Dieser wird allerdings mit einer Minderheitsbeteiligung in die zweite Reihe gedrängt. Außerdem ist es nicht möglich, sich mit mehreren Immobilienfonds an derselben Objektgesellschaft zu beteiligen, da es nur einen Mehrheitseigentümer geben kann. Für uns heißt das konkret, daß sich unsere beiden Fonds DespaFonds und DespaEuropa nicht gemeinsam an einem Investment dieser Art beteiligen können.“⁷⁷¹

Ergänzend zu diesen gesellschaftsrechtlichen Einschränkungen sind gemäß § 27a Abs. 5 KAGG in der Satzung der Grundstücksgesellschaft konkrete Restriktionen im Hinblick auf Grundstücksakquisitionen aufzunehmen. Zunächst darf eine Grundstücksgesellschaft nur bis zu drei Grundstücke erwerben, um zu vermeiden, daß sie im Falle ausländischer Belegenheit „entsprechend der Verwaltungspraxis des BAKred zum AuslInvG selbst als risikogemischtes Vermögen betrachtet wird“⁷⁷² (§ 27a Abs. 5 S. 1 Nr. 1 KAGG). Eine formelle Dachfondskomponente soll so verhindert werden, obwohl sie de facto nicht von der Hand zu weisen ist.

Außerdem dürfen nach § 27a Abs. 5 S. 1 Nr. 2 KAGG nur Grundstücke erworben werden, die im Sitzstaat der Gesellschaft belegen sind. Diese Einschränkung begründet der Gesetzgeber damit, „daß nur dann die speziellen Marktkenntnisse der Grundstücksgesellschaft genutzt werden können.“⁷⁷³ Somit dürfen Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften keine Anteile an bestehenden Grundstücksgesellschaften mit Auslandsobjekten erwerben, sondern müssen statt dessen die Objekte „aus der Gesellschaft kaufen“, was i.d.R. auf Käuferseite zu Grunderwerbsteuer und auf Verkäuferseite zur Realisierung stiller Re-

⁷⁷⁰ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 190.

⁷⁷¹ Westrup, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 40.

⁷⁷² Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 118.

⁷⁷³ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 118.

serven führt. Wegen der daraus resultierenden Akquisitionshemmnisse und der großen Bedeutung ausländischer Objektgesellschaften⁷⁷⁴ entsprechen somit auch diese Einschränkungen nicht den Anforderungen der Praxis.⁷⁷⁵

Zuletzt darf die Grundstücksgesellschaft nur ein Grundstück erwerben, sofern dessen Wert zusammen mit dem Wert der bereits von der Grundstücksgesellschaft gehaltenen Grundstücke 15% des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigt (§ 27a Abs. 5 S. 1 Nr. 3 KAGG). Diese rechtlich nicht eindeutige Regelung⁷⁷⁶ verknüpft daher die Anlagevorschriften der Grundstücksgesellschaft mit denen des investierenden Sondervermögens, um zu verhindern, daß durch die Vorschaltung von Gesellschaften Anlagegrenzen des Direkterwerbs umgangen werden können.⁷⁷⁷ Daher wird durch den Verweis auf § 28 Abs. 3 KAGG per § 27a Abs. 5 S. 2 KAGG sichergestellt, daß auch bei Grundstücksgesellschaften die wirtschaftliche Definition für Grundstücke zugrundegelegt wird.

Schließlich verlangt der Gesetzgeber in § 27a Abs. 5 S. 3 KAGG, daß Beteiligungen an bestehenden Grundstücksgesellschaften nur erworben werden dürfen, sofern die entsprechenden Vertrags- bzw. Satzungsänderungen unverzüglich sichergestellt werden können. Dies begründet der Gesetzgeber damit, daß es in der Praxis kaum Grundstücksgesellschaften geben dürfte, die mit derartigen Einschränkungen belegt sind.⁷⁷⁸

Da bei grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionen der Einsatz von Fremdkapitalfinanzierungen aus steuerlichen Gründen und ggf. zur Reduktion des Wechselkursrisikos i.d.R. erforderlich ist, wird diese Finanzierungspraxis gesondert geregelt.⁷⁷⁹ Diese Ausnahme vom generellen Darlehensverbot des § 9 Abs. 2 KAGG begründet der Gesetzgeber damit, daß sie erforderlich sei, „um (...) eine wirtschaftliche, im Interesse der Anleger liegende Verwaltung von Beteili-

⁷⁷⁴ An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, daß im internationalen Immobiliengeschäft speziell bei gewerblichen Großprojekten die Wahl der Rechtsform i.d.R. nicht von der Belegenheit der Objekte, sondern von der steuerlichen Vorteilhaftigkeit abhängt.

⁷⁷⁵ Vgl. Westrup, Drittes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 39f.

⁷⁷⁶ Siehe dazu C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 195f.

⁷⁷⁷ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

⁷⁷⁸ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

⁷⁷⁹ Vgl. Schomberg, Chancen, S. 49.

gungen an Grundstücksgesellschaften zu ermöglichen.⁷⁸⁰ Eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft darf daher aus einem Sondervermögen nur dann Darlehen an Grundstücksgesellschaften vergeben, wenn das Sondervermögen an der Gesellschaft beteiligt ist, die Darlehenskonditionen marktgerecht sind, eine ausreichende Besicherung gewährleistet ist und im Falle des Beteiligungsverkaufs eine Rückführung innerhalb von 6 Monaten gewährleistet ist (§ 27b Abs. 1 S. 1 KAGG). Zudem darf die Summe der gewährten Darlehen 50% des Immobilienvermögens der Grundstücksgesellschaft und 10% des Fondsvermögens nicht übersteigen (§ 27b Abs. 1 S. 2 - 3 KAGG), um das generelle Darlehensverbot aufrecht zu erhalten. Alternativ dazu ist auch die Darlehensgewährung durch Dritte gestattet, sofern die o.g. Anforderungen erfüllt sind (§ 27b Abs. 2 KAGG).

Abgerundet werden diese Restriktionen durch eine Begrenzung des Anteils der Grundstücksgesellschaften auf maximal 20% des Fondsvermögens (§ 27a Abs. 6 KAGG) um zu verhindern, daß der Charakter eines Grundstücks-Sondervermögens durch Grundstücksgesellschaften dominiert wird.⁷⁸¹ Allerdings bezieht sich dieses Limit nicht auf den Net Asset Value (NAV) der Grundstücksgesellschaft, d.h. Fremdfinanzierungen der Grundstücksgesellschaften dürfen bei der Ermittlung der Maximalbeteiligung nicht in Abzug gebracht werden.⁷⁸² Dies ist insofern nicht nachvollziehbar, als der Großteil der Grundstücksgesellschaften aus den o.g. Gründen mit Fremdkapitaleinsatz konzipiert werden dürfte. Somit ergeben sich die in Abbildung 55 dargestellten Änderungen hinsichtlich Liquidität und Fremdfinanzierung.

Insgesamt wird deutlich, daß der Gesetzgeber die Grundstücksgesellschaften hinsichtlich der Anlagegrenzen im Grunde wie „Mini-Grundstücks-Sondervermögen“ behandelt. Diese Parallelregulierung wird an den Bewertungs- und Rechnungslegungsstandards des § 27c KAGG deutlich. Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften müssen sämtliche „Tochter-Grundstücksgesellschaften“ dazu verpflichten, monatliche Vermögensaufstellungen bei ihr und der Depot-

⁷⁸⁰ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

⁷⁸¹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

⁷⁸² Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 196.

bank einzureichen (§ 27c Abs. 1 KAGG). Einmal jährlich müssen die Jahresabschlüsse von einem Abschlußprüfer mit einem Bestätigungsvermerk geprüft werden.

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität (§ 35 KAGG)	Mind. 5% des Fondsvermögens
An einer deutschen Börse notierte Aktien und festverzinsliche Wertpapiere (§ 35 Abs. 1 S. 4 KAGG)	Max. 5% des Fondsvermögens
Maximalliquidität (Neuerdings genaue gesetzliche Regelung durch § 35 Abs. 2 KAGG)	Max. 49% des Fondsvermögens
Fremdfinanzierung insgesamt (§ 37 Abs. 3 KAGG)	Max. 50% des Immobilienvermögens
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb des Grundstücks-Sondervermögens	Keine
Fremdfinanzierung insgesamt auf Ebene der Grundstücksgesellschaften (§ 27b Abs. 1 KAGG)	Max. 10% des Fondsvermögens und max. 50% des Immobilienvermögens je GG
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb der Grundstücksgesellschaft	Keine

Abbildung 55: Änderungen der Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bezüglich der Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung⁷⁸³

Im Rahmen dieser Vermögensaufstellungen bzw. Jahresabschlüsse sind die Grundstücke mit dem Wert anzusetzen, den der Sachverständigenausschuß festgestellt hat, wobei Bewertungen zum Erwerbszeitpunkt und jährlich auf rollierender Basis erfolgen müssen (§ 27c Abs. 2 S. 1 - 3 KAGG). Von der Summe der ermittelten Verkehrswerte ist jeweils die Summe der aufgenommenen Darlehen und die sonstigen Verbindlichkeiten nach § 21 Abs. 2 KAGG abzuziehen (§ 27c Abs. 2 S. 4 KAGG), um so den Nettoinventarwert der Grundstücksgesellschaft zu ermitteln. Gemäß § 27c Abs. 3 KAGG sind diese Nettoinventarwerte unter Berücksichtigung sonstiger wertbeeinflussender Umstände in die Vermögensaufstellung des betreffenden Sondervermögens einzustellen.⁷⁸⁴

Während sich eine Grundstücksgesellschaft mit dem Sondervermögen als einzigem Gesellschafter und einem einzelnen Objekt faktisch wie eine Direktanlage darstellt, ist mit zunehmender Gesellschafter- und Objektanzahl vermutlich eine eingeschränkte Fungibilität der Beteiligung zu erwarten. Dies könnte ggf. Bewertungsabschläge rechtfertigen, denn der Markt für derartige Beteiligungen ist

⁷⁸³ In Anlehnung an C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 532.

⁷⁸⁴ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 202.

relativ eng, weil potentielle Erwerber mit den Objekten und den Mitgesellschaftern einverstanden sein müssen. Dies bedeutet: Je mehr der Gesellschaftscharakter den Grundstückscharakter überwiegt, um so höher wäre dieser Bewertungsabschlag anzusetzen, da Immobilien u.U. in illiquide Gesellschaftsstrukturen eingegliedert werden. Ob und wie die Sachverständigenausschüsse mit dieser Problematik umgehen werden, bleibt abzuwarten. Somit ergibt sich die in Abbildung 56 dargestellte Erweiterung des Anlagespektrums um die Erbbaurechte und die Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften.

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Grundstücke (§ 28 Abs. 1)	Mindestens 10 (Wirtschaftliche Betrachtung)
Einzelobjektanteil zum Erwerbszeitpunkt (§ 28 Abs. 2)	Max. 15%
Mietwohn- , Geschäfts- und Gemischtgenutzte Grundstücke (§ 27 Abs. 1 Nr.1)	Keine (außerhalb EU / EWR: max. 20%)
Grundstücke im Zustand der Bebauung (§ 27 Abs. 1 Nr. 2)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: max. 4%)
Unbebaute Grundstücke (§ 27 Abs. 1 Nr. 3)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: max. 4%)
Erbbaurechte (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m. Abs. 1 Nr. 1-3)	Max. 20% (außerhalb EU / EWR: keine)
Bestellung von Erbbaurechten (§ 27 Abs. 5 KAGG)	Max. 10%
Beteiligung an Grundstücksgesellschaften (§ 27a Abs. 1 KAGG)	Max. 20%
Beteiligung an Grundstücksgesellschaft mit Ein- zelobjekt (§ 27a Abs. 5 S. 1 Nr. 3)	Max. 15% (umstritten)

Abbildung 56: Änderungen der Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds bezüglich der Grundstücke und der Grundstücksgesellschaften⁷⁸⁵

Zuletzt ist darauf hinzuweisen, daß der Gesetzgeber die Depotbankvorschriften des § 31 KAGG auf die Grundstücksgesellschaften überträgt, um einen vergleichbaren Sicherheitsstandard für die Anleger zu gewährleisten.⁷⁸⁶ Nach § 27d KAGG hat die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mit der Grundstücksgesellschaft eine Übereinkunft zu treffen, daß die für ein Sondervermögen zustehenden Zahlungen, der Liquidationserlös und sonstige zustehenden Beträge unverzüglich auf einem Sperrkonto nach § 31 Abs. 6 KAGG einzuzahlen sind. Allerdings sind nach dem bloßen Wortlaut des § 27d S. 1 KAGG nur Zahlungen der Grundstücksgesellschaft

⁷⁸⁵ In Anlehnung an C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 530f.

⁷⁸⁶ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

geregelt, d.h. Zahlungen an die Grundstücksgesellschaft (bspw. für Instandhaltung etc.) müßten nicht über ein Sperrkonto abgewickelt werden. Legt man diese Vorschrift allerdings in Anlehnung an die Gesetzesbegründung aus, wären Einzahlungen einzubeziehen,⁷⁸⁷ „damit ein dem Direkterwerb vergleichbarer Sicherheitsstandard für die Anteilinhaber gewährleistet bleibt.“⁷⁸⁸ Die Depotbank hat das Treffen und die Einhaltung dieser Übereinkunft zu kontrollieren (§ 27d S. 2 KAGG).

Darüber hinaus hat die Depotbank den Beteiligungsbestand sowohl beim Beteiligungserwerb als auch laufend zu überwachen (§ 31a Abs. 1 KAGG). Wie beim Direkterwerb setzen gemäß § 31a Abs. 2 S. 1 KAGG sämtliche Verfügungen über Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften und deren Grundstücke die Zustimmung der Depotbank voraus. Diese Befugnisse sind durch eine Vereinbarung zwischen der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft und der Grundstücksgesellschaft sicherzustellen. Die Depotbank hat prinzipiell zuzustimmen, sofern diese Verfügungen den KAGG-Vorschriften oder den Anlegerinteressen nicht entgegenstehen (§ 31a Abs. 2 S. 2 - 3 KAGG).

Die rechtlichen Sonderregelungen zu den Grundstücksgesellschaften werden durch die Rechnungslegungsvorschriften des neu eingefügten § 34 Abs. 2 KAGG abgerundet. Um eine Transparenz zu erreichen, die dem Direkterwerb entspricht, sind sämtliche Beteiligungen entsprechend zu publizieren.⁷⁸⁹ Daher sind in der Vermögensaufstellung sämtliche Grundstücke der Grundstücksgesellschaft unter Angabe von Grundstücksgröße, Art und Lage, Bau- und Erwerbsjahr, Gebäudenutzfläche, Verkehrswert und sonstiger wesentlicher Merkmale gesondert anzugeben. Zudem sind die Rechtsform, das Gesellschaftskapital, Beteiligungshöhe und -zeitpunkt, Darlehensanzahl und -höhe sowie der nach § 27c Abs. 2 KAGG ermittelte Verkehrswert abzüglich der Verbindlichkeiten - d.h. der NAV - anzugeben (§ 34 Abs. 2 KAGG). Die formelle Umsetzung dieser Vorschriften ist sowohl durch die Integration in das übliche Liegen-

⁷⁸⁷ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 203.

⁷⁸⁸ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 119.

⁷⁸⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 120.

schaftsverzeichnis der Direktanlagen als auch durch ein ergänzendes Liegenschaftsverzeichnis für Beteiligungen denkbar.⁷⁹⁰

Im Ergebnis stellt sich die KAGG-Integration der Grundstücksgesellschaften in das Anlagespektrum der Offenen Immobilienfonds zwiespältig dar.

Einerseits ist die Zulassung indirekter Engagements zu begrüßen, da Investitionen in bestimmte Länder überhaupt erst zu wirtschaftlich vertretbaren Erwerbsnebenkosten ermöglicht werden.⁷⁹¹ Bisher konzentrierte sich die Akquisitionstätigkeit gezwungenermaßen auf die Länder Großbritannien, die Niederlande, Belgien und Österreich. Vermutlich werden sich durch die Neuregelung Frankreich, Italien, Spanien und Portugal zu neuen Investitionsschwerpunkten entwickeln.⁷⁹²

Andererseits sind die Grundstücksgesellschaften so vielen gesellschaftsrechtlichen Restriktionen unterworfen, daß externe Partner vermutlich nur schwer in die Finanzierung und das Management eingebunden werden können. Insofern lassen sich die Vorteile von Grundstücksgesellschaften, die über die rein steuerlichen Aspekte hinausgehen, voraussichtlich kaum umsetzen. Falls trotzdem Mitgesellschafter aufgenommen werden, ergibt sich das Problem der eingeschränkten Fungibilität von Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften und die Frage nach deren Berücksichtigung im Rahmen der Verkehrswertermittlung. Vor diesem Hintergrund ist zu vermuten, daß die Rückgabeproblematik Offener Immobilienfonds durch Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften tendenziell erhöht wird.

4.3.3.3 Änderungen der Laufzeitregelung

Während bisher kein ausdrückliches Verbot einer Laufzeitbegrenzung im KAGG verankert war, hat der Gesetzgeber durch den neu eingefügten § 27 Abs. 7 KAGG die Anwendung des § 15 Abs. 3 KAGG für Grundstücks-Sondervermögen ausgeschlossen. Damit werden Offene Immobilien-Laufzeitfonds

⁷⁹⁰ Siehe dazu ausführlich C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 210f.

⁷⁹¹ Allerdings beklagten bereits Ende Juli 1998 einige Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften, daß das BAKred die Umsetzung des 3. FMFG verschleppen würde. Dies führt dazu, daß die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften in Frankreich mit dem Fiskus verhandeln müßten, um die Anleger nicht durch hohe Steuerlasten zu schädigen (Vgl. Friedemann, Ärger, S. 41).

gesetzlich ausgeschlossen. Der Gesetzgeber begründet diese Neuregelung damit, daß eine termingenaue Auflösung des Sondervermögens in der Praxis nicht realisierbar sei.⁷⁹³

4.3.3.4 Änderungen des Anlegerspektrums

Durch die Zulassung der Dachfonds, der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds sowie der Altersvorsorgefonds wird das potentielle Anlegerspektrum der Offenen Immobilienfonds um drei Anlegergruppen erweitert, die jeweils unterschiedlichen Regelungen unterworfen wurden.

Die Vorteile der Beteiligung eines Dachfonds an einem Offenen Immobilien-Publikumsfonds liegen darin, daß sie als vorgeschaltete Kapitalsammelstellen vermutlich relativ hohe Anlagebeträge einbringen könnten, wodurch eine breite Diversifikation des Anlagespektrums erleichtert würde. Zudem könnten dadurch u.U. Kosteneinsparungen bei der Anlegerbetreuung realisiert werden. Diesen Vorteilen stehen aber auch gravierende Nachteile gegenüber. So wäre durch die Beteiligung mehrerer Dachfonds an einem Offenen Immobilien-Publikumsfonds trotz der jeweiligen 10%-Beteiligungsgrenze langfristig eine beträchtliche Anlegerkonzentration denkbar. Dies könnte i.V.m. einer aktiven Umschichtungspolitik seitens der Dachfonds zu erheblichen Mittelzu- und -abflüssen führen. Die daraus resultierende Destabilisierung der Offenen Immobilienfonds - speziell durch Mittelrückflüsse - würde die Fondssteuerung nicht nur erschweren, sondern u.U. auch erheblich beeinträchtigen.

Die Beteiligung eines Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds an einem Offenen Immobilien-Publikumsfonds stellt sich wie bei den Dachfonds dar. Zudem ist darauf hinzuweisen, daß sich durch die gleichzeitige Beteiligung von Dachfonds sowie Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds in Folge der gesteigerten Anlegerkonzentration die o.g. Vor- und Nachteile nochmals verstärken würden. Dagegen wäre die Beteiligung an einem Offenen Immobilien-Spezialfonds aus Sicht der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft problemlos.

⁷⁹² Vgl. Fleming, Safe, S. 12; Schomberg, Chancen, S. 49.

⁷⁹³ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 118.

Da aber ein einzelner Gemischter Wertpapier- und Immobilienfonds das erforderliche Mindestvolumen für einen Einzelinvestor-Spezialfonds voraussichtlich kaum aufbringen könnte, würde sich anbieten, jeweils einen Immobilien-Spezialfonds für mehrere Sondervermögen aufzulegen.

Dessen Vorteilhaftigkeit stellt sich entsprechend der Beurteilung der Spezialfonds vor der KAGG-Novelle dar. Dabei erscheint es ggf. sinnvoll, folgende zweistufige Anlagestrategie zu verfolgen: In der Aufbauphase des Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds bietet es sich an, in einen (ggf. mehrere) Offenen Immobilien-Publikumsfonds zu investieren und diese Mittel bei Erreichen der kritischen Anlagegröße des Immobilienanteils sukzessive in einen Offenen Immobilien-Spezialfonds umzuschichten. Auch wenn dieser Mittelabzug für die betroffenen Publikumsfonds u.U. unangenehm wäre, erscheint dieses Vorgehen aus Sicht des Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds sinnvoll. An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, daß sich daraus zahlreiche Interessenkonflikte im Fondsmanagement zwischen den kooperierenden konzernneigenen Wertpapier- Kapitalanlagegesellschaften und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ergeben können.

Die Altersvorsorgefonds genießen die größte Flexibilität bei der Ausgestaltung ihres Immobilienanteils, da ihnen der Gesetzgeber gestattet, sich gleichzeitig in der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage als auch mittels Beteiligungen an Offenen Immobilienfonds zu engagieren. Wird der Immobilienanteil ganz oder teilweise durch Fondsbesitzungen abgedeckt, stellen sich die Vor- und Nachteile der Immobilien-Publikumsfonds entsprechend deren Charakterisierung bei den Dachfonds und die der Immobilien-Spezialfonds weitgehend wie im Falle der Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds dar.

4.4 Fazit aus Anlegersicht

Das bestehende Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften wird insbesondere durch die Neuregelung der Derivate, aber auch durch die ergänzenden Änderungen, relativ umfangreichen Deregulierungen unterworfen. Zudem wird das Anlagespektrum um drei Varianten erweitert, mit denen die Kombination von Wertpapier- und Grundstücksinvestment ermöglicht wird. Folglich werden die Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften gezwungenermaßen mit den Problemen der Kapitalanlage in Immobilien konfrontiert.

Zur Bewältigung dieser Problematik sieht der Gesetzgeber verschiedene Lösungsmöglichkeiten für Dachfonds (nur Offene Immobilien-Publikumsfonds), Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds (Offene Immobilienfonds oder eigenständige Immobilien-Kapitalanlage) und Altersvorsorgefonds (Offene Immobilienfonds und eigenständige Immobilien-Kapitalanlage) vor. Wegen der Polarisierung des Anlegerpotentials der Offenen Immobilienfonds und der Management- bzw. Kostenproblematik bei der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage erscheint keine der Varianten als besonders zweckmäßig.

An diesen Problemen der Immobilien-Kapitalanlage wird das Fehlen eines Anlagemediums deutlich, das diese beiden Schwachpunkte überwinden kann, indem es die Möglichkeit einer liquiden und fokussierten Immobilienanlage bietet. Somit konfrontiert die Erweiterung des Anlagespektrums der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften diese mit den konstruktionsbedingten Problemen der Offenen Immobilienfonds und liefert damit wesentliche Argumente für ein REIT-Pendant.

Unabhängig von der unbefriedigend erscheinenden Lösung der Immobilienproblematik bei den neuen Fondstypen ergibt sich hinsichtlich der Erschließung neuer Anlegergruppen ein ambivalentes Bild: Mit Dachfonds und Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds lassen sich neue Anlegermärkte vermutlich nur beschränkt ansprechen, da lediglich bestehende Fondstypen kombiniert werden. Im Gegensatz dazu könnten die Altersvorsorgefonds aufgrund ihres Zielfonds-Charakters dazu beitragen, das Anlegerpotential für das Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften erheblich zu erweitern. Trotz-

dem ist festzuhalten, daß auch die Altersvorsorgefonds im Grunde nur hochgradig diversifizierte Standardfonds sind, die sich lediglich durch zusätzliche risikoreduzierende Anlagevorschriften sowie die institutionalisierten Anspargen und Auszahlpläne unterscheiden. Würde den Altersvorsorgefonds dagegen - wie bei den international etablierten Pensionsfonds - das Privileg einer nachgelagerten Besteuerung eingeräumt, erscheint eine nachhaltige Verbreiterung der Anlegerbasis sehr wahrscheinlich.

Die Untersuchung der Änderungen der KAGG-Novelle '98 bei den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bzw. den Offenen Immobilienfonds führt zu einem ähnlichen Bild: Obwohl das potentielle Grundstücks-Anlagespektrum erweitert wird, dürfen daraus keine nennenswerten Konsequenzen folgen. Auch die Zulassung der Beteiligung an Grundstücksgesellschaften kann den wirtschaftlichen Charakter von Offenen Immobilienfonds nicht nachhaltig ändern bzw. grundlegend verbessern. Somit wird bei den Offenen Immobilienfonds die Investmentidee auch weiterhin nur in ihrer einfachsten Form umgesetzt werden können. Daraus ergibt sich die Schlußfolgerung, daß sich das potentielle Anlagespektrum der Offenen Immobilienfonds praktisch kaum verändern dürfte und lediglich um die drei neuen Fondstypen ergänzt wird.

Als Resümee ist somit festzuhalten, daß durch die Gesetzesänderungen der KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes die Umsetzung der Investmentidee im Wertpapiersektor verbessert wird, während im Immobilienbereich keine wesentlichen Verbesserungen zu erwarten sind. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob und wie eine KAGG-Integration von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant zur Umsetzung der Investmentidee im Immobilienbereich beitragen könnte.

5 Analyse der REITs und der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant basierend auf der Zulassung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98

5.1 Vorgehensweise

In den obigen Kapiteln wurden die Wertpapier- und Kapitalanlagegesellschaften im Hinblick auf Regulierung, Konzeption und Markt analysiert. Nun folgt zunächst eine entsprechende Untersuchung der REITs; es findet also eine Übertragung der obigen Vorgehensweise statt. Daran schließt sich der Entwurf für die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant an, der ebenfalls in die Bereiche Regulierungsidee, Konzeptionsansatz und potentieller Markt aufgeteilt ist. Die Ausgestaltung der einzelnen Bereiche orientiert sich dabei an verschiedenen Bezugsebenen bzw. -punkten (Abbildung 57).

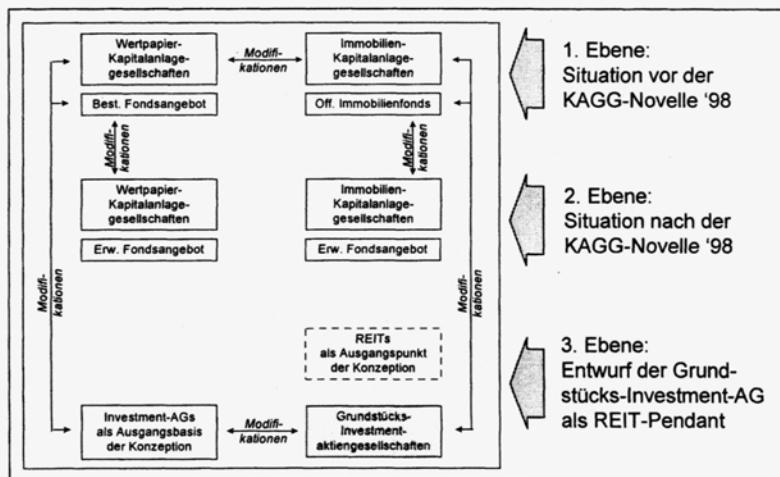


Abbildung 57: Bezugsebenen und -punkte des Entwurfs für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Insgesamt ergeben sich bei der Entwicklung der vorzuschlagenden Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften drei Blickwinkel:

- In der „horizontalen“ Sichtweise sind die Regulierungs- und Konzeptionsunterschiede zwischen den Wertpapier- und den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bzw. deren Fondsangebot (Wertpapiere versus Immobilien) zu berücksichtigen. Da diese bereits im 3. Kapitel konkretisiert wurden, ist nun zu prüfen, welche der immobilienspezifischen Modifikationen (z.B. Sachverständigenauschuß) übernommen werden sollten, und inwieweit diese ggf. konzeptionell zu ändern wären.
- Aus „vertikaler“ Perspektive sind die Regulierungs- und Konzeptionsunterschiede zwischen den Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften bzw. deren Fondsangebot und neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften in Betracht zu ziehen (Vertragstyp versus Gesellschaftstyp). Entsprechend sind bestimmte Charakteristika der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bzw. der Offenen Immobilienfonds auf die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften zu übertragen, wobei ggf. Anpassungen vorzunehmen sind.
- Außerdem ist aus „vertikaler“ Sicht die Übertragung einiger Erfahrungen bei der Regulierung und Konzeption der REITs zu berücksichtigen (US-amerikanische Regulierung versus deutsche Regulierung). Zudem dient die Analyse des Fondsangebots der REITs auch als Grundlage der Einschätzung des potentiellen Fondsangebots der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften.

Neben diesen konzeptionellen Zusammenhängen existiert noch ein zweites Bezugssystem, da sich Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als potentielles Anlagemedium für sämtliche Offenen Investmentfonds eignen würden. Aus diesen Überlegungen läßt sich ableiten, daß sich die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften um so besser als Anlagesegment für Offene Fonds eignen würden, je niedriger ihre regulativen Anforderungen sind und je höher ihre konzeptionelle Gestaltungsfreiheit ist. Daher wird nachfolgend der Standpunkt vertreten, daß die Regulierung der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft so flexibel wie möglich und so restriktiv wie nötig sein sollte.

Dieser Standpunkt wird durch die Erfahrungen mit den Auswirkungen diverser Deregulierungsmaßnahmen auf die Attraktivität der REITs untermauert, die anschließend näher zu betrachten sind.

5.2 REITs

5.2.1 Regulierung

Die REITs werden nicht durch ein eigenes Investmentgesetz geregelt, das dem KAGG vergleichbar wäre. Stattdessen erfolgt die Regulierung im Steuerrecht, nämlich dem Internal Revenue Code (IRC) durch die Sections 856 - 859.⁷⁹⁴

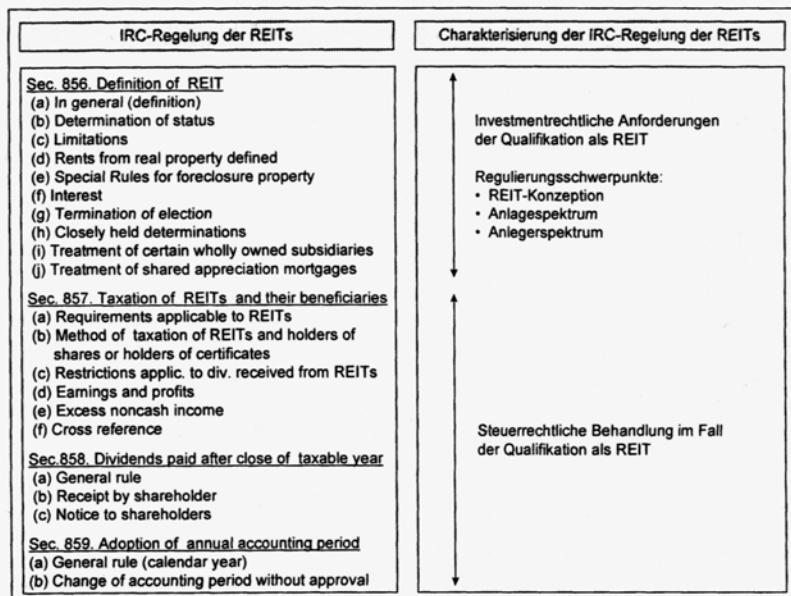


Abbildung 58: Übersicht der Regulierung der REITs durch den IRC

Als Präsident Eisenhower den REIT Act im Jahr 1960 ins Leben rief, erfuhren die REITs eine regulative Renaissance.⁷⁹⁵ Die ersten Neugründungen folgten

⁷⁹⁴ Diese Sections sind formell Subtitle A (Income Taxes), Chapter 1 (Normal Taxes and Surtaxes), Subchapter M (Regulated Investment Companies and Real Estate Investment Trusts) als Part II: Real Estate Investment Trusts zugeordnet.

⁷⁹⁵ Die ersten REITs entstanden ab 1880 als Sonderform der Trusts, die schon damals unter der Voraussetzung vollständiger Ausschüttung steuerbefreit waren. Dieser Sonderstatus der Trusts wurde jedoch durch eine Entscheidung des Supreme Courts in den 30er Jahren aufgehoben.

bereits ab 1963.⁷⁹⁶ Das ursprüngliche Ziel des Gesetzgebers bei der Zulassung der REITs war auf der Nachfrageseite darauf ausgerichtet, Kleinanlegern die Möglichkeit zu geben, sich an einem diversifizierten Portfolio immobilienbezogener Kapitalanlagen bei Ausschaltung der Doppelbesteuerung zu beteiligen.⁷⁹⁷ Da am Immobilienmarkt eine enorme Nachfrage nach Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung herrschte, wurde nicht nur die Investition in Immobilien, sondern auch deren Finanzierung als Anlagezweck zugelassen.⁷⁹⁸ Aus dieser Regelung ergab sich die Differenzierung in Equity-, Mortgage- und Hybrid-REITs, d.h. mit REITs ließen sich sämtliche Formen der immobilienbezogenen Kapitalanlage darstellen.⁷⁹⁹

Trotz der IRC-Regelung (Steuerrecht) trägt die REIT-Regulierung investmentrechtliche Züge, da sich die REIT-Qualifikation auf verschiedene Organisations-, Vermögens- und Einkommensstrukturen und die Ausschüttungsregelung bezieht.⁸⁰⁰ Bei deren Erfüllung wird auf REIT-Ebene die Ausschüttung nicht besteuert (Pass Through Entity).⁸⁰¹ Im Rahmen der IRC-Regelung enthalten die Sections 857 - 859 die eigentlichen steuerrechtlichen Regelungen. Dagegen legt die vorangestellte Section 856 (Definition of real estate investment trust) die einzelnen investmentrechtlich geprägten Voraussetzungen fest, wobei der Großteil der Anforderungen auf die Teile a (In general), b (Determination of status) und c (Limitations) entfällt (Abbildung 58). Unter den zahlreichen Voraussetzungen, die für die Qualifikation als REIT erfüllt werden müssen, sind folgende Anforderungen als Schlüsselkriterien hervorzuheben:⁸⁰²

- Rechtsform kann eine Corporation, ein Business Trust (oder eine Association) sein. Als zugrunde liegende Rechtsform waren ursprünglich nur der Business Trust oder die Association gestattet, wobei i.d.R. der Trust gewählt wurde.⁸⁰³ Erst durch eine Gesetzesänderung von 1976 wurden auch Corpo-

⁷⁹⁶ Vgl. Block, REIT, S. 25.

⁷⁹⁷ Vgl. Wurtzebach / Miles, Real Estate, S. 386; Block, REIT, S. 25f.; NAREIT, REIT Story, S. 1.

⁷⁹⁸ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 696.

⁷⁹⁹ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 696.

⁸⁰⁰ Siehe dazu Kapitel 2.4.1.2, S. 60f.

⁸⁰¹ Vgl. Knight / Knight, Reemerge, S. 43.

⁸⁰² Vgl. Knight / Knight, Reemerge, S. 43f.; NAREIT, FAQs, S. 3.

⁸⁰³ Vgl. Jarchow, REITs, S. 19.

rations zugelassen,⁸⁰⁴ die sich aus wirtschaftlicher Sicht jedoch kaum von Trusts unterscheiden; aus rechtlicher Sicht können REITs aber dadurch sowohl auf dem Gesellschafts- als auf dem Vertragstyp basieren.⁸⁰⁵

- Zusätzlich muß ein Board of Directors oder Trustees etabliert und die uneingeschränkte Handelbarkeit der Anteile gewährleistet sein.
- Mindestens 100 Anteilseigner müssen beteiligt sein, wobei fünf oder weniger Anleger maximal 50% der Anteile halten dürfen („Five or Fewer Rule“⁸⁰⁶).
- Mindestens 75% des Vermögens müssen aus Immobilien oder Immobilienkrediten bestehen und mindestens 75% der Erträge müssen aus Mieteinnahmen, Veräußerungsgewinnen oder der Verzinsung von Immobilienfinanzierungen stammen.
- Maximal 30% der Erträge dürfen aus Immobilienverkäufen mit einer Haltedauer von unter vier Jahren oder Wertpapierverkäufen mit einer Haltedauer von unter einem Jahr erzielt werden.
- Mindestens 95% der Erträge müssen ausgeschüttet werden; der Ausschüttungzwang lässt sich unter anderem dadurch erklären, daß in den USA Veräußerungsgewinne auf Immobilien in jedem Fall der Capital Gains Tax unterliegen, d.h. die Stundung dieser Steuern durch Thesaurierung im steuerbefreiten REIT wird von vornherein ausgeschlossen.

Die Erfüllung dieser Voraussetzungen ist dem IRC jährlich nachzuweisen. Obwohl diese Anforderungen seit Entstehung der REITs 1960 weitgehend unverändert geblieben sind, gelang den Equity REITs aus verschiedenen Gründen der Marktdurchbruch erst ab 1990. Die Ursachen dafür liegen im wesentlichen in den Auswirkungen des Tax Reform Act (TRA) von 1986 und der Ausnahmesituation an den US-Immobilienmärkten Ende der 80er Jahre begründet.

Der unter Präsident Reagan beschlossene TRA verbesserte die rechtlichen Rahmenbedingungen in zweierlei Hinsicht nachhaltig:⁸⁰⁷ Zum einen war der US-Immobilienmarkt bis 1986 durch steuerorientierte Anlageprodukte, wie Limited Partner-

⁸⁰⁴ Vgl. Jarchow, REITs, S. 19; Black, Renaissance, S. 2.

⁸⁰⁵ Siehe hierzu die Erörterungen zum Trust in Kapitel 2.2.1.2, S. 27ff.

⁸⁰⁶ Ross / Klein, REITs, S. 41.

⁸⁰⁷ Vgl. hierzu und zum folgenden NAREIT, REIT Story, S. 2; NAREIT, Comments, S. 2ff.

ships etc. geprägt.⁸⁰⁸ Dies hatte zur Folge, daß die REITs als renditeorientierte Anlageprodukte nicht besonders hoch in der Anlegergunst standen, da sie nicht nur keine Verlustzuweisungen bieten konnten, sondern durch den Ausschüttungszwang auch noch zusätzliches Einkommen verursachten, das wiederum die Steuerbelastung erhöhte. Außerdem durften REITs bis zum Erlaß des TRA nur als passive Anlagegesellschaften agieren, da ihnen Managementaktivitäten weitgehend untersagt waren. Diese „Handcuffs“⁸⁰⁹ setzten externes Management zwingend voraus, das wegen der immanenten Interessenkonflikte - speziell übersteuerter Management-Fees - die Vermarktung von REITs erheblich erschwerte.

Diese ungünstige Wettbewerbssituation wurde durch den TRA entscheidend verändert: Einerseits reduzierte die Steuerreform die Abschreibungsmöglichkeiten, die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen und die Möglichkeiten des Verlustausgleichs bei Immobilien-Kapitalanlagen drastisch. Diese Maßnahmen hatten zwar keinen direkten Einfluß auf die REITs, verschlechterten aber die steuerliche und wirtschaftliche Attraktivität der Immobilien-Direktanlage und der Geschlossenen Immobilienfonds als konkurrierende Anlageformen nachhaltig. Durch den so erzwungenen Wechsel von der Steuer- zur Renditeorientierung am US-Immobilienanlagemarkt wurde die Attraktivität der REITs als Anlagemedium indirekt enorm gesteigert.⁸¹⁰

Allerdings verzögerten zwei Entwicklungen auf den Immobilienfinanzierungs- und -anlagemarkten die Auswirkungen des TRA auf die REIT-Branche von 1986 auf die Zeit nach 1990.⁸¹¹ Einerseits engagierten sich Banken, Savings & Loans und institutionelle Investoren im großen Stil als Fremdkapitalfinanciers. Andererseits sorgten ausländische Investoren, speziell aus Japan, durch ihre aggressive Anlagetätigkeit für eine Sonderkonjunktur im Anlagemarkt.⁸¹² Dies führte zu einem Überangebot an Flächen aller Art, welches auf eine sinkende Nachfrage stieß, als die US-Wirtschaft Ende der 80er Jahre in eine Rezession

⁸⁰⁸ Die Charakteristika der amerikanischen Limited Partnerships entsprechen weitgehend denen der deutschen Geschlossenen Immobilienfonds, siehe dazu Kapitel 2.4.2, S. 63ff.

⁸⁰⁹ NAREIT, REIT Story, S. 2.

⁸¹⁰ Vgl. NAREIT, Comments, S. 2.

⁸¹¹ Vgl. NAREIT, Comments, S. 3.

⁸¹² Vgl. Linneman, Do It, S. 32ff.

geriet. Der daraus resultierende Miet- und Kaufpreisverfall an so gut wie allen Immobilienmärkten führte dazu, daß bis Anfang der 90er Jahre die Verkehrswerte allerorten um 30% bis 50% sanken, vereinzelt auch tiefer. Somit waren Fremdfinanzierungen kaum noch darstellbar („Credit Crunch“).⁸¹³

Als Ergebnis dieser Entwicklung standen sich ab 1990 im Anlagemarkt zwei Gruppen gegenüber: Auf der einen Seite waren die Investoren und Projektentwickler mit ihren großen und neuwertigen Immobilienbeständen. Da diese allerdings oftmals hohe Leerstände hatten und überwiegend mit Krediten finanziert waren, konnten diese zum Großteil nicht entsprechend bedient werden. Deren Financiers übernahmen selten die Objekte in den eigenen Bestand, sondern drängten entweder auf baldigen Abverkauf oder eine umfassende Eigenkapitalbeschaffung. Auf der anderen Seite standen den Immobilieneigentümern zahlreiche potentielle Investoren gegenüber, die einen günstigen Zeitpunkt zum Markteintritt sahen.

Diese Situation führte dazu, daß zahlreiche, vormals private Immobilienunternehmen den REIT-Status annahmen, um sich am Kapitalmarkt neues Eigenkapital zu beschaffen.⁸¹⁴ Die REIT Initial Public Offerings (IPOs) dienten aber i.d.R. nicht nur der Rückführung eigener Verbindlichkeiten, sondern auch der Kapitalbeschaffung, um Kaufgelegenheiten auszunutzen („Bottomfishing“). Ab Mitte der 90-er Jahre begannen Secondary Public Offerings das Emissionsvolumen in die Höhe zu treiben. Parallel dazu setzte eine Welle von M&As zwischen den REITs ein.⁸¹⁵

Somit wird deutlich, daß erst die Kombination aus einer einschneidenden Steuerreform, einer managementbezogenen Deregulierung und einer beträchtlichen Immobilienkrise die Entstehung der REITs heutigen Zuschnitts ermöglichte. Dabei ist im Rahmen dieser Arbeit insbesondere den Änderungen in der Managementkonzeption an späterer Stelle besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

⁸¹³ Vgl. NAREIT, Comments, S. 3.

⁸¹⁴ Siehe dazu Kapitel 1.1., S. 1ff.

⁸¹⁵ Vgl. Scherrer, Consolidation, S. 23f.

Als Folge dieser Entwicklungstrends nahm die Marktkapitalisierung der Equity REITs seit 1990 von ca. \$5,5 Mrd. bis 1997 auf über ca. \$127,8 Mrd. zu. Dieser Zuwachs entspricht ungefähr einer Steigerung um das 22-fache. Vor allem dadurch stieg die Gesamtkapitalisierung der REITs über diesen Zeitraum von ca. \$8,7 Mrd. auf ca. \$140,5 Mrd. an. Gleichzeitig erhöhte sich der Marktanteil der Equity REITs von ca. 63,5% auf über 90% (Abbildung 59).⁸¹⁶

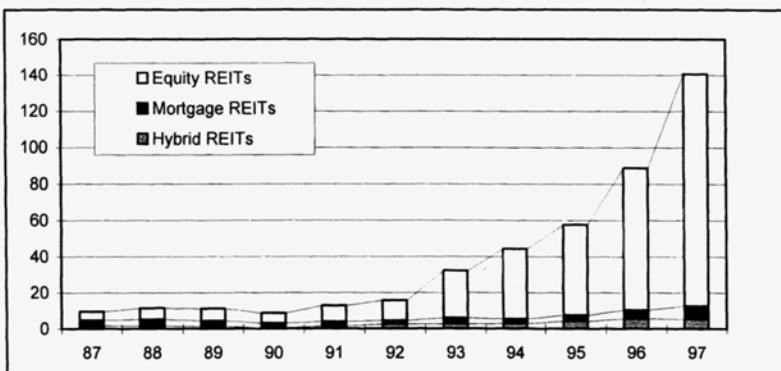


Abbildung 59: Entwicklung der Kapitalisierung der REITs in \$ Mrd. (1987-1997)⁸¹⁷

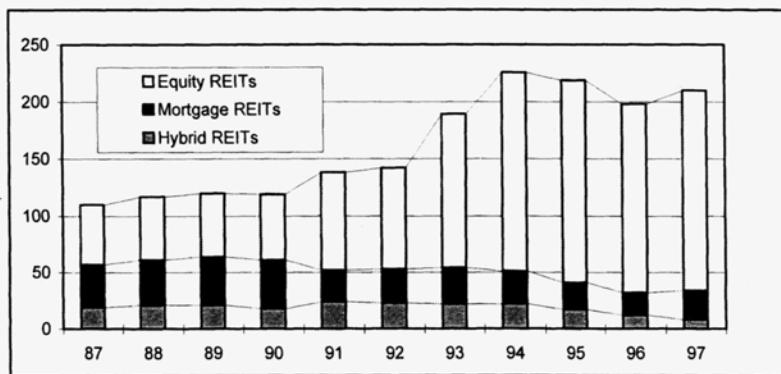


Abbildung 60: Entwicklung der Anzahl der REITs (1987-1997)⁸¹⁸

⁸¹⁶ Vgl. bezüglich der statistischen Angaben NAREIT, Capitalization, S. 1.

⁸¹⁷ Vgl. NAREIT, Capitalization, S. 1.

Das enorme Marktwachstum wurde zu einem großen Teil durch Börsengänge neuer REITs ausgelöst, denn die Zahl der Equity REITs erhöhte sich in diesem Zeitraum von 58 auf 176. Gleichzeitig war die Anzahl der Mortgage REITs und der Hybrid REITs rückläufig (Abbildung 60).

Die offensichtlich große Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes für die zahlreichen Going Publics von Equity REITs resultierte vor allem aus den hohen Renditen, die sich mit REITs sowohl in den 90er Jahren als auch über langfristige Zeiträume erzielen ließen (Abbildung 61).

	1- 5 Jahre			10 - 20 Jahre		
	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre
Alle REITs	6,39%	18,88%	13,32%	10,11%	9,81%	12,91%
• Equity	8,05%	18,99%	13,22%	12,21%	12,97%	15,54%
• Mortgage	-8,34%	23,50%	15,71%	6,93%	5,55%	8,55%
• Hybrid	-8,16%	10,73%	10,83%	6,01%	7,07%	11,29%
S&P 500	30,17%	30,22%	23,04%	18,53%	17,22%	17,41%

Abbildung 61: Performance der REITs versus S&P 500 (zum 30. Juni 1998)⁸¹⁹

Wie Abbildung 61 zeigt, liegt die langfristige Performance der Equity REITs über 10 Jahre bei 12,21%, über 15 Jahre bei 12,97% und über 20 Jahre sogar bei 15,54% p.a.⁸²⁰ Setzt man dieses Ergebnis wiederum in Relation zum S&P 500 Index⁸²¹, dessen Performance über diese Periode bei 17,41% lag, wird die finanzielle Attraktivität der REITs im Vergleich zu herkömmlichen Aktienwerten deutlich. Noch beeindruckender ist die mittelfristige Performance der Equity REITs, die sich über 3 Jahre auf 18,99% und über 5 Jahre auf 13,22% beläuft.

Diese Ergebnisse übertreffen deutlich die der deutschen Offenen Immobilienfonds, die im langjährigen Durchschnitt lediglich zwischen 6% und 7% betragen. Allerdings weisen Offene Immobilienfonds wegen der inhärenten Performanceglättung auch eine wesentlich geringere Volatilität auf.

⁸¹⁸ Vgl. NAREIT, Capitalization, S. 1.

⁸¹⁹ NAREIT, Performance, S. 2.

⁸²⁰ Somit wäre eine Investition von \$1 Mio. im Jahr 1978 bei entsprechender Wiederanlage bis 1998 auf ein Vermögen von knapp \$18 Mio. angewachsen.

⁸²¹ Der S&P 500 umfasst 400 Industriewerte, je 40 Unternehmen der Versorgungsindustrie und der Finanzbranche sowie 20 Transportunternehmen. Im Gegensatz zum Dow-Jones Index ist der S&P 500 ein gewichteter Index (Vgl. Büschgen, Börsen-Lexikon, S. 676).

Abschließend ist in diesem Zusammenhang noch anzusprechen, wie der US-Gesetzgeber mit der Idee einer Regulierung Offener Immobilienfonds umging: Da die REITs durch den REIT Act (1960) steuerlich den Mutual Funds entsprachen, wurde bereits Mitte der 60-er Jahre vereinzelt gefordert, auch Real Estate Mutual Funds zuzulassen.⁸²² Auf diese Forderung nach einer Regulierung für Offene Immobilienfonds auf Basis von Vertragstyp, Open Prinzip und Open-End Prinzip ließ sich der US-Gesetzgeber aber nicht ein:

*„Nach ausgedehnten Hearings vor der California Commission of Corporations wurden die Fragen nach ständiger Liquidität und zuverlässiger Wertbemessung mit ‘Nein’ beantwortet.“*⁸²³

5.2.2 Konzeption

5.2.2.1 Übersicht

Die Darstellung der REIT-Konzeption in Abbildung 62 orientiert sich in ihrem Aufbau bewußt an den entsprechenden Abbildungen der Kapitalanlagegesellschaften.

Diese Vorgehensweise ermöglicht eine direkte Gegenüberstellung, um anschließend die Unterschiede und Gemeinsamkeiten zu den Offenen Immobilienfonds herauszuarbeiten.⁸²⁴ Neben den Traditional REITs stellen die UPREITs und die DownREITs zwei wichtige Sonderformen dar, die auf Kombinationen zwischen einem REIT und einer Operating Partnership basieren. Daneben kommt den Emissionsbanken eine Schlüsselrolle zu, da diese de facto über die Börsenfähigkeit entscheiden und das Going Public federführend vorbereiten und umsetzen.

⁸²² Vgl. Heller, Nordamerikanische Investmentfonds, S. 349.

⁸²³ Heller, Nordamerikanische Investmentfonds, S. 350.

⁸²⁴ Siehe hierzu die Erörterungen in Kapitel 2.2.1.2, S. 27ff.

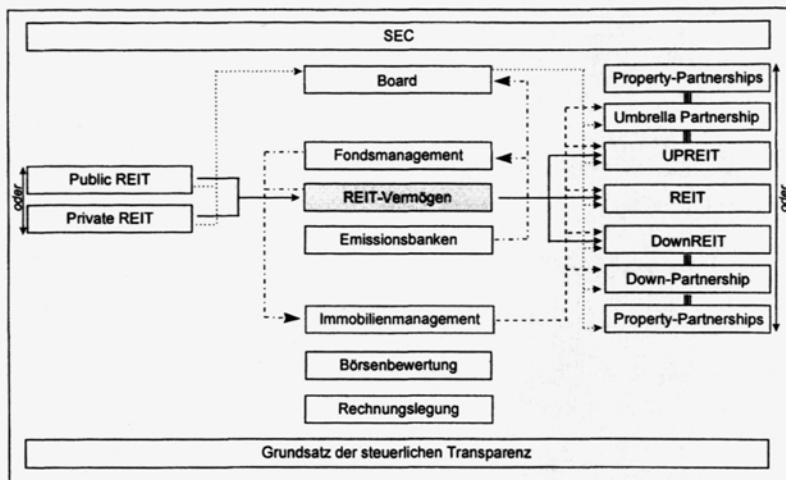


Abbildung 62: Konzeption der REITs

5.2.2.2 Securities Exchange Commission

Im Gegensatz zur alleinigen Aufsicht durch das BAKred bei den deutschen Investmentgesellschaften spiegelt sich bei den REITs der Föderalismus der USA wider, wobei zwischen Private und Public REITs zu unterscheiden ist. Während erstere keiner eigenen Regelung unterliegen, fallen die Public REITs unter den Securities Act von 1933⁸²⁵ und müssen deshalb ihre Offerings bei der Securities Exchange Comission (SEC) registrieren lassen.⁸²⁶

Die SEC nimmt dabei nur die Rolle der Börsenaufsicht auf Bundesebene wahr, sie regelt ausschließlich Interstate Sales. Ergänzend dazu gibt es in jedem Bundesstaat eigene Gesetze, denen die Emission von Securities und / oder deren Handel unterworfen sind („Blue Sky Laws“⁸²⁷) und die durch eigene Securities Offices überwacht werden, bei denen die REITs ebenfalls registriert sein

⁸²⁵ Vgl. Plattner, Real Estate, S. 219.

⁸²⁶ Vgl. Jarchow, REITs, S. 109.

⁸²⁷ Nach Brueggeman / Fisher (Real Estate, S. 711, Fn 7) haben State Securities Laws den Zweck, „speculative schemes which may have no more basis than so many feet of blue sky“ zu vermeiden. Daher werden sie i.d.R. als „Blue Sky Laws“ bezeichnet.

müssen.⁸²⁸ Es ist aber ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß es für die REITs keinen eigenen gesetzlichen Anlegerschutz gibt, der konkrete Vorschriften zur Risikostreuung etc. enthält. Insofern ist das Gegenstück zur SEC in Deutschland eigentlich nicht das BAKred, sondern das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), das durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz ins Leben gerufen wurde.⁸²⁹

5.2.2.3 Board

Die Rolle amerikanischer Boards geht weit über die deutscher Aufsichtsräte hinaus, da beide Institutionen unterschiedliche Aufsichtsmodelle verkörpern.⁸³⁰ Die deutschen AGs bzw. die neuerdings im KAGG geregelten Investmentaktiengesellschaften sind durch ein zweistufiges Modell der Unternehmensüberwachung geprägt. Folglich ist eine klare Aufgabenteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand institutionalisiert (Trennungsmodell). Dagegen sind amerikanische Unternehmen durch ein einstufiges Corporate Governance Modell gekennzeichnet, bei dem ein Board sowohl die Unternehmenskontrolle als auch die Unternehmensführung übernimmt (Vereinigungsmodell).

Aus diesen Gegensätzen ergeben sich wiederum Unterschiede in bezug auf die Mandatsvergabe: Während beim deutschen Trennungsmodell der Aufsichtsrat i.d.R. durch Außenstehende und der Vorstand durch interne Manager besetzt wird, ist beim amerikanischen Vereinigungsmodell die Mischung unternehmensinterner und -externer Members üblich. Zuletzt ist darauf hinzuweisen, daß der Chairman of the Board dem Aufsichtsratsvorsitzenden vergleichbar ist, während der Chief Executive Officer dem Vorstandsvorsitzenden entspricht. Beide Ämter können aber auch gleichzeitig bekleidet werden. Bei dieser Personalunion ergibt sich somit eine erhebliche Machtkonzentration bei einer einzelnen Person (Abbildung 63).

⁸²⁸ Vgl. Plattner, Real Estate, S. 219.

⁸²⁹ Siehe zu den Entstehungsgründen, Aufsichtsbereichen und Aufgabenfeldern des BAWe ausführlich Breuer, Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, S. 444ff.; Riepe, Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, S. 1236ff.; v. Rosen, Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, S. 10; Dreyling, Aufsicht, S. 3ff.

⁸³⁰ Vgl. hierzu und zum folgenden Behr, Unternehmensüberwachung, S. 5.

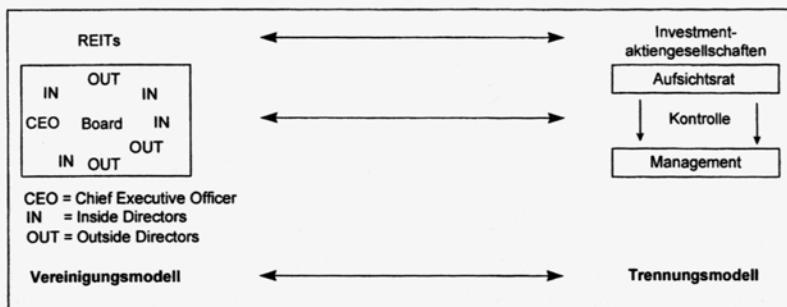


Abbildung 63: Unternehmensüberwachung bei REITs versus deutsche AGs bzw. Investmentaktiengesellschaften⁸³¹

Diese Spezifika der Boards und die daraus resultierenden Konsequenzen für die Unternehmensüberwachung⁸³² gelten auch für REITs, womit sich einige Unterschiede zu den Aufsichtsräten von Kapitalanlagegesellschaften ergeben. Obwohl es für die Qualifikation als REIT prinzipiell ausreichen würde, einen einzigen Trustee (Trust) oder Director (Corporation oder Association) zu ernennen, hat der Großteil der REITs ein mehrköpfiges Board.⁸³³ Unabhängig von der Rechtsform entsprechen sich die Aufgaben der Trustees und der Directors als Board Members. Nach einem Statement of Policy der North American Securities Administration (NASAA), das von der Mehrzahl der US-Bundesstaaten bei der Incorporation angewandt wird, sollte das Board eines REITs mindestens drei Members haben, die durch die Aktionäre / Beneficiaries für einen Zeitraum von maximal einem Jahr gewählt werden und die von der Geschäftstätigkeit des REIT wirtschaftlich unabhängig sein müssen.⁸³⁴

Wie eine empirische Erhebung aus dem Jahr 1996 aufzeigte, besteht die Aufgabe des Board primär in der Überwachung der Corporate Performance und der Corporate Strategy. Sekundäre Aufgaben umfassen das Deal Approval, Portfolio Management und die Corporate Governance i.S. der Kontrolle des

⁸³¹ In Anlehnung an Behr, Unternehmensüberwachung, S. 5.

⁸³² Für eine Zusammenfassung des Standes der Forschung vgl. Sirmans, REIT Corporate Governance, S. 75ff.

⁸³³ Vgl. Jarchow, REITs, S. 179.

⁸³⁴ Vgl. Jarchow, REITs, S. 179.

Managements hinsichtlich Besetzung, Beaufsichtigung, Kompensation etc.⁸³⁵ Letztlich dienen alle Maßnahmen jedoch dem Ziel der Maximierung des Shareholder Value.⁸³⁶

Um diesen Anforderungen gerecht werden zu können, sollte das Board eines REITs folgende Anforderungen erfüllen:⁸³⁷ Erstens sollten die meisten Members über langjährige Erfahrungen im Geschäftsbereich des jeweiligen REITs verfügen, d.h. es sollte sich primär um Immobilien-Professionals handeln. Zweitens sollte mindestens eine dominante Führungspersönlichkeit vertreten sein, die in der Rolle als „Meinungsmacher“ einen Gegenpol zum Chairman of the Board bzw. Chief Executive Officer darstellt. Drittens sollten sich die Outside Board Members auch inoffiziell und informell treffen, um Geschäftsfragen ohne Gegenwart von Insidern offen diskutieren zu können. Schließlich sollten im Idealfall alle Board Members selbst an dem jeweiligen REIT persönlich beteiligt sein, um Interessenkongruenz zu gewährleisten. Dies führt i.d.R. dazu, daß sich die Tätigkeit der externen Board Members nicht nur auf die Teilnahme an Meetings beschränkt, sondern daß deren Engagement auch Ortsbesuche von Immobilien einschließt, um deren Objektqualität und die des jeweiligen Objektmanagements gewissenhaft beurteilen zu können.

Anhand dieses Anforderungsprofils wird deutlich, daß im Vergleich zu den Aufsichtsräten der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften weniger der Bankenhintergrund als vielmehr die Immobilienerfahrung im Vordergrund steht. Dieses Profil ist aber durch das Vereinigungsmodell bedingt, das dem Board erheblichen Einfluß beim Fondsmanagement verleiht.

5.2.2.4 Fondsmanagement

Bei Verabschiedung des REIT Act 1960 hat der US-Gesetzgeber Aktivitäten des Fondsmanagements zunächst auf passive Anlagetätigkeiten beschränkt. Dadurch sollte verhindert werden, daß REITs den Charakter herkömmlicher im Immobilienbereich tätiger Unternehmen, der sog. Real Estate Operating Com-

⁸³⁵ Siehe dazu ausführlich Ferguson, Corporate Governance, S. 17.

⁸³⁶ Vgl. Jorgensen, Boards, S. 22.

panies (REOCs), annehmen konnten und vice versa.⁸³⁸ Diese Regelung wurde ursprünglich damit begründet, daß REITs lediglich Real Estate Investment Conduits seien,⁸³⁹ die als passive Anlagemedien (sog. Pass Through Entities) eine kapitalmarktorientierte und effiziente Ressourcenallokation in den Immobilienmarkt ermöglichen sollten.

Dadurch ergab sich zwar eine klare Abgrenzung zwischen REITs und REOCs aber das gesamte Management mußte an externe Dienstleister, sog. Advisors⁸⁴⁰ vergeben werden („Handcuffs“).⁸⁴¹ Die Aufhebung des Zwangs zur Externalisierung des Managements durch den TRA von 1986 führte jedoch dazu, daß REITs mit eigenem Fondsmanagement zunehmend dominierten und sich deren wirtschaftlicher Charakter innerhalb weniger Jahre weitgehend veränderte:

„While REITs were originally conceived to operate more like mutual funds or holding companies, legislation and creative structuring arrangements have evolved to allow fully integrated real estate asset management and development operations.“⁸⁴²

In der Folge stieg die Anzahl der REITs mit Eigenmanagement (Self-Administered REITs), die traditionell einen Anteil von 30% am gesamten REIT-Marktvolumen einnahmen, gegenüber den extern verwalteten REITs (Advisory REITs) laufend an.⁸⁴³ Obwohl die Entscheidung zwischen Eigen- und Fremdmanagement wesentlich durch die Fondsgröße bestimmt wird, sind auch Kosten- und Nutzengesichtspunkte, sowie konzeptionelle Probleme wie z.B. potentielle Interessenkonflikte von Bedeutung.

Die Advisory REITs basieren rechtlich auf einem Managementvertrag, dem sog. Advisory-Agreement.⁸⁴⁴ Die Tätigkeiten des externen Fondsmanagements

⁸³⁷ Vgl. zum folgenden Jorgensen, Boards, S. 23f.

⁸³⁸ Vgl. Downs / Hartzell, REITs, S. 609.

⁸³⁹ Vgl. Black, Renaissance, S. 2.

⁸⁴⁰ Vgl. zur Rolle der Advisors Greer / Farrell, Investment, S. 439.

⁸⁴¹ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 697f.

⁸⁴² Black, Renaissance, S. 2.

⁸⁴³ Vgl. Downs / Hartzell, REITs, S. 629f.

⁸⁴⁴ Vgl. Jarchow, REITs, S. 140 und dessen Zusammenfassung der wesentlichen Inhalte eines Advisory Agreements auf S. 285ff.

umfassen in den meisten Fällen sowohl das eigentliche REIT-Management (Registration, Offering, Rechnungslegung, etc.) als auch das Immobilienportfoliomanagement. Die Advisors sind meistens Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen oder spezialisierte Beratungsunternehmen, die von etablierten Immobilien-Professionals gegründet wurden.⁸⁴⁵ Die Advisory REITs werden in den meisten Fällen durch die Advisors als sog. Sponsors initiiert.⁸⁴⁶ Die Vergütung des Advisors hängt üblicherweise vom Wert des Immobilienbestandes, vom laufenden Mieteinkommen oder von einer Kombination aus beiden Bezugsgrößen ab und lässt sich durch sog. Performance- oder Incentive-Fees durchaus erfolgsabhängig ausgestalten.⁸⁴⁷ Allerdings verrechnen Advisors i.d.R. jede von ihnen durchgeführte Transaktion (Ankauf, Verkauf, Finanzierung, etc.) mit entsprechenden Fees.

Im Gegensatz dazu ähneln die Self-Administered REITs weitgehend REOCs, da das Fondsmanagement intern übernommen wird. Dies führt i.d.R. zu Kostenersparnissen, da die anfallenden Kosten üblicherweise erheblich unter denen der Advisors liegen; außerdem werden potentielle Interessenkonflikte reduziert. Im Hinblick auf die Interessenidentität lassen sich drei Fälle unterscheiden: Erstens kann die Vergütung des Managements erfolgsunabhängig ausgestaltet sein - dies ist jedoch die Ausnahme. Zweitens kann das Management bei börsennotierten REITs mit Stock Option Plans motiviert werden, was die Regel ist. Und drittens - und dies ist immer häufiger der Fall - kann das Management auch direkt am REIT beteiligt sein. Diese Kombination von Self-Administration und Insider-Ownership ist aus Anlegersicht vor dem Hintergrund der unumgänglichen Principal Agent Problematik als optimal zu bezeichnen.

Eine aufschlußreiche Gegenüberstellung von Advisory REITs und Self-Administered REITs hinsichtlich Performance und Kompensation erfolgte durch die empirische Untersuchung von Cannon / Vogt, bei der 42 REITs über den Zeitraum von 1987 bis 1992 analysiert wurden. Die Ergebnisse wiesen darauf hin,

⁸⁴⁵ Siehe zur Rolle und Geschäftsstruktur der Advisors als Dienstleister für institutionelle Immobilieninvestoren Herzberg, Real Estate Advisory Firm, S. 855ff.

⁸⁴⁶ Vgl. Greer / Farrell, Investment, S. 439.

⁸⁴⁷ Vgl. Jarchow, REITs, S. 140.

daß Self-Administered REITs über den Untersuchungszeitraum eine bessere risikoadjustierte Performance als Advisory REITs aufwiesen.⁸⁴⁸

Daran wird deutlich, daß die Self-Administered REITs im Vergleich zu den Offenen Immobilienfonds hinsichtlich ihrer Managementkonzeption eher die Züge von Unternehmen tragen als die von institutionellen Investoren.⁸⁴⁹ Diese Feststellung ist insofern wichtig, als sich diese grundlegende Charakterisierung von der Regulierung über die Konzeption bis zum Fondsangebot erstreckt und auch durch die Performance reflektiert wird.

5.2.2.5 REIT-Vermögen

Hinsichtlich der Zusammensetzung des Gesellschafts- bzw. Trustvermögens ist zwischen den Traditional REITs und den UP- und DownREITs als innovativen Fondskonstruktionen zu differenzieren:

Bis 1992 wurden alle REITs als Traditional REITs konzipiert, d.h. sie investierten ausschließlich direkt. Diese Vermögensstruktur hat den Vorteil einer hohen Rechnungslegungstransparenz und einer übersichtlichen Struktur der Eigentums- und Beteiligungsverhältnisse. Allerdings sind Beteiligungen an bestehenden Grundstücksgesellschaften nicht möglich, was wiederum das Akquisitionspotential reduziert. Zu diesem Zweck wurden die UPREITs und die DownREITs entwickelt, bei denen ein REIT mit Partnerships kombiniert wird. Diese innovativen Hybridkonstruktionen trugen erheblich zur REIT-Renaissance bei, da oftmals erst dadurch das Going Public von bestehenden Immobilienunternehmen bzw. Immobilienportfolios möglich wurde.⁸⁵⁰ Dies gilt insbesondere für die UPREIT-Konzeption, die 1992 erstmals realisiert wurde und seither ca. 75% der REIT-IPOs zugrunde lag.⁸⁵¹

⁸⁴⁸ Vgl. Cannon / Vogt, Management, S. 297. Siehe ergänzend dazu auch die empirische Untersuchung hinsichtlich der Vergütung des Fondsmanagements bei REITs von Chopin / Dikken / Shelor, Compensation, S. 263ff.

⁸⁴⁹ Siehe dazu Kapitel 2.2.2.2, S. 40ff.

⁸⁵⁰ Vgl. Black, REITs, S. 8.

⁸⁵¹ Vgl. Black, REITs, S.9; NAREIT, FAQs, S. 2.

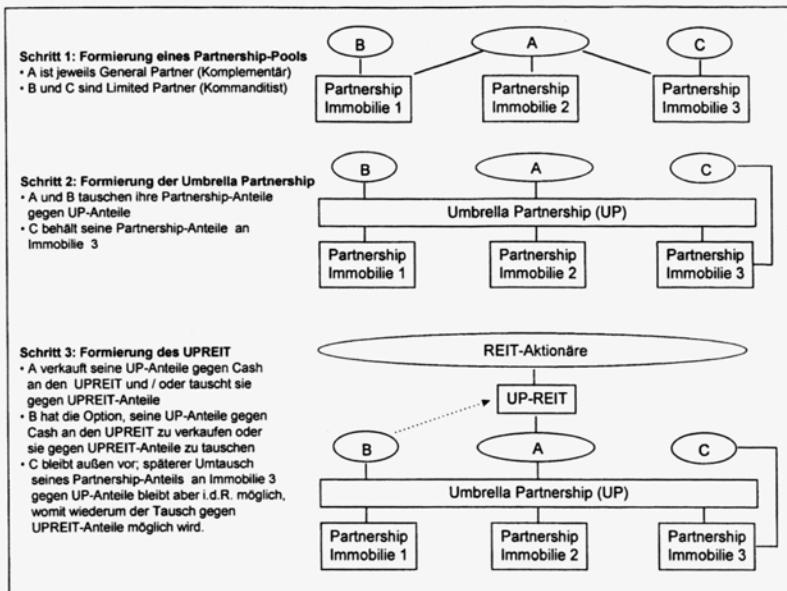


Abbildung 64: Ablaufschema der Formierung eines UPREIT⁸⁵²

Die Formierung eines typischen UPREIT lässt sich vereinfacht in drei Schritten darstellen (Abbildung 64).⁸⁵³ Am Anfang steht eine Reihe von Partnerships, die als geschlossene Immobilienfonds einzelne Objekte (u.U. auch Portfolios) halten und einen gemeinsamen Komplementär (Anleger A) haben. Der Komplementär war i.d.R. über einen langen Zeitraum als Initiator, Developer, Manager oder Financier tätig. Er entscheidet sich für ein Going Public als UPREIT, weil er seine Immobilienaktivitäten refinanzieren will (oder muß). Daher gründet er eine Umbrella Partnership (als Limited Partnership), die später als vorgeschalteter Geschlossener Immobilien-Dachfonds sämtliche Immobilienanlagen des UPREITs übernehmen soll und deshalb auch als Operating Partnership bezeichnet wird.⁸⁵⁴

⁸⁵² In Anlehnung an Frank, UPREIT, S. 16f.

⁸⁵³ Vgl. hierzu und zum folgenden Frank, UPREIT, S. 16ff.

⁸⁵⁴ Vgl. NAREIT, FAQs, S. 2.

In die UP bringt der Komplementär (Anleger A) seine diversen Partnership-Anteile ein und erhält im Gegenzug dafür UP-Anteile mit entsprechendem Wert. Zudem werden die Kommanditisten der anderen Partnerships umworben, denselben Tausch zu vollziehen, um möglichst vollständige bzw. mehrheitliche Beteiligungen der UP an den einzelnen Ziel-Partnerships sicherzustellen und dadurch ein möglichst großes Fondsvolume auf der Ebene der UP zu erreichen. Den Kommanditisten bleibt aber die freie Wahl, ob sie in die UP tauschen (Anleger B) oder ihre ursprüngliche Beteiligung behalten wollen (Anleger C).

In einem letzten Schritt folgt die Formierung des UPREIT, indem der Komplementär (Anleger A) seine UP-Anteile gegen UPREIT-Anteile eintauscht und / oder diese an den UPREIT veräußert; im Falle der Veräußerung dienen die Erlöse i.d.R. der Rückführung seiner eigenen Verbindlichkeiten. Dieselbe Option haben die anderen Kommanditisten der UP (Anleger B), die aber oft aus steuerlichen Gründen ihre Ausübung verschieben oder nur sukzessive umtauschen. Dies ist im wesentlichen dadurch begründet, daß in den USA - im Gegensatz zu Deutschland - Wertsteigerungen aus Immobilienverkäufen, und somit auch aus Limited Partnerships, der Capital Gains Tax unterliegen.

Der Vorteil der UPREIT-Konstruktion liegt darin, daß der Tausch der Partnership-Anteile gegen UP-Anteile (Anleger A und B) im US-Steuerrecht als „tax-deferred contribution to a partnership“ gilt und keiner Besteuerung unterliegt.⁸⁵⁵ Würden dagegen die Partnership-Anteile direkt an den REIT veräußert oder gegen REIT-Shares getauscht, käme es i.d.R. zur Realisierung von Wertsteigerungen und deren sofortiger Besteuerung mit der Capital Gains Tax.⁸⁵⁶ Der Tausch von UP-Anteilen in UPREIT-Anteile oder deren Veräußerung an den UPREIT ist zwar ebenfalls steuerpflichtig; allerdings können die Anleger diese Transaktionen entweder aufschieben (Steuerstundungseffekt) oder sie sukzessive vornehmen (Steuerstreckungseffekt). Im Ergebnis stellt die vorgeschaltete UP somit ein Zweckvehikel zur flexiblen Liquidisierung von illiquiden Fondsbeleihungen dar, das erhebliche steuerliche Vorteile erzeugt.

⁸⁵⁵ Vgl. Black, REITs, S. 8.

⁸⁵⁶ Vgl. zu den steuerlichen Details Fox / Schindler (Close, S. 66ff.). Zu den möglichen Problemen und Einschränkungen vgl. Brumbaugh, Limitations, S. 35.

Aus den UPREITs wurden die DownREITs entwickelt, deren Name sich daraus ableitet, daß sie in der umgekehrten Reihenfolge formiert werden:⁸⁵⁷ Anstelle der drei Konzeptionsstufen Partnership-Pool, Umbrella-Partnership und UPREIT erfolgt zunächst die Formierung des DownREIT, der dann über eine vorgesetzte Down-Partnership (DownP) Anteile bestehender Partnerships erwirbt.⁸⁵⁸ Im Gegensatz zum UPREIT, der „von unten nach oben“ formiert wird, erfolgt somit die Konzeption des DownREIT „von oben nach unten“.

Aus diesem Grund besteht der Hauptunterschied zum UPREIT darin, daß die DownP in den meisten Fällen zu 100% durch den DownREIT gehalten wird, womit sich viele Vereinfachungen bezüglich Bewertung, Besteuerung, Management etc. ergeben.⁸⁵⁹ Allerdings ist es auch wie beim UPREIT möglich, bestehende Kommanditisten durch Anteilstausch aufzunehmen.⁸⁶⁰ Die DownREIT-Konzeption ist in erster Linie auf die Akquisition von Partnerships ausgerichtet, die von kleineren Initiatoren, Developern, Managern oder Financiers aufgelegt wurden und denen die „kritische Masse“ für die Initiierung eines eigenen UPREIT fehlt.⁸⁶¹

Zudem lassen sich traditionelle REITs, UPREITs und DownREITs kombinieren. So kann bspw. ein bestehender REIT, der bisher ausnahmslos direkt investierte, durch Gründung einer Operating Partnership als DownREIT tätig werden und vice versa; auch ein UPREIT kann sich als DownREIT engagieren, indem sich die Operating Partnership an neuen Partnerships beteiligt.⁸⁶² Damit ergeben sich sehr komplizierte Fondskonstruktionen, die ihren Höhepunkt darin finden, daß neue REITs aus M&As zwischen derart komplex angelegten REITs entstehen.

Diese konzeptionelle Flexibilität ist insofern positiv zu werten, als sie den REITs ein breites Geschäftsspektrum eröffnet. Es wird aber gleichzeitig offensichtlich, daß eine Beurteilung der wirtschaftlichen Position des REITs und somit auch des einzelnen Anlegers immer schwieriger wird. Gleichzeitig verdeutlicht die-

⁸⁵⁷ Vgl. Schindler / Fox, Close, S. 69.

⁸⁵⁸ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 42.

⁸⁵⁹ Vgl. Schindler / Fox, Close, S. 70.

⁸⁶⁰ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 42f.

⁸⁶¹ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 42f.

⁸⁶² Vgl. Schindler / Fox, Close, S. 69f.

se Darstellung das hohe Maß an unternehmerischer Flexibilität, das den REITs durch die Zulassung der UP- und DownREIT-Konzeptionen von Seiten des Gesetzgebers eingeräumt wurde; insofern ergeben sich diesbezüglich deutliche Unterschiede zu den Offenen Immobilienfonds.

Ferner lassen sich die REITs im Hinblick auf das Anlegerspektrum in Private REITs (nichtbörsennotiert) und Public REITs (börsennotiert) unterteilen, wobei letztere dominieren. Die Private REITs werden i.d.R. durch eine größere Zahl institutioneller und / oder privater Investoren gehalten, da auch für sie die Mindestanzahl von 100 Anteilseignern gilt.⁸⁶³ Wegen der fehlenden Börsennotierung werden die Anteile oft auf Basis des NAV⁸⁶⁴ gehandelt, wodurch sich eine wesentlich geringere Volatilität ergibt; insofern ähneln Private REITs den Offenen Immobilien-Spezialfonds. Der Großteil der REITs ist jedoch als Public REITs konzipiert, wobei der Börsenhandel üblicherweise an der NYSE oder im OTC-Markt (Over the Counter) erfolgt.

5.2.2.6 Emissionsbanken

Für REITs existiert keine der Depotbank vergleichbare Einrichtung. Statt dessen kommt Investmentbanken eine Schlüsselrolle zu, da sie als Emissionsbanken die Initial Public Offerings (IPOs) und eventuelle Secondary Public Offerings (SPOs) übernehmen. Entsprechend den rechtlichen Gegebenheiten und den wirtschaftlichen Gegebenheiten des Trennbanksystems in den USA wird die Funktion der Emissionsbanken nicht durch Geschäftsbanken, sondern durch Investmentbanken wahrgenommen.

Das IPO eines REITs erfordert die Einbindung zahlreicher Spezialisten und Berater, da so vielschichtige Aufgaben wie Produktgestaltung, Underwriting, Finanzierungsstrukturierung, Accounting und Reporting sowie die gesamten rechtlichen Probleme simultan zu koordinieren sind.⁸⁶⁵ Flankierend kommt ein Investor Relations Programm hinzu.⁸⁶⁶ Daher dauert ein IPO i.d.R. mindestens

⁸⁶³ Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 43.

⁸⁶⁴ Siehe dazu Kapitel 2.3.2.3, S. 53ff.

⁸⁶⁵ Siehe zum Ablauf eines REIT-IPOs (Hauser, Securitization, S. 30); Berquist / Davis / Van Horn, Hot, S. 30ff., sowie die detaillierte Case Study bei Jarchow, REITs, S. 62.

⁸⁶⁶ Siehe hierzu Parsons, Investor Relations, S. 33ff.

sechs Monate und verursacht neben fixen konzeptionsabhängigen Initiierungs- kosten zwischen \$ 750.000 und \$ 2 Mio. auch noch variable Plazierungskosten i.H.v. 6,5% bis 7,0% des Emissionsvolumens (Abbildung 65).

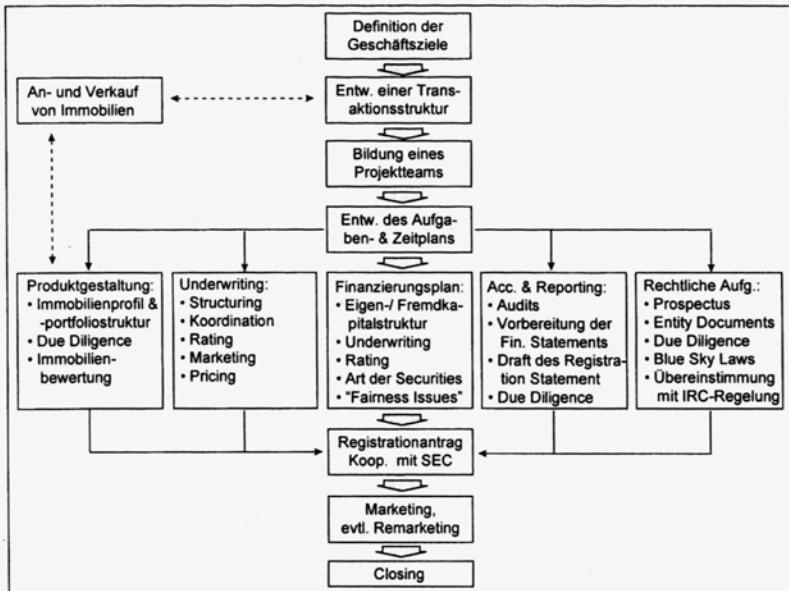


Abbildung 65: Ablaufschema eines REIT-Initial Public Offerings 867

Wegen der hohen Kosten von IPOs liegen die Mindestemissionsvolumina bei ca. \$100 - \$150 Mio. Viele REITs nutzen auch die Gelegenheit von IPOs, neben der Beschaffung von Eigenkapital gleichzeitig Fremdkapital aufzunehmen (Simultaneous Debt / Equity Offerings). Dies führt nicht nur zu Kosteneinsparungen, sondern erlaubt auch die Optimierung der Finanzierungsstruktur. Nach erfolgtem IPO stellt sich die Kapitalaufnahme allerdings wesentlich einfacher und viel kostengünstiger dar, da SPOs oftmals in vier Wochen konzipiert und plaziert werden können.⁸⁶⁸

⁸⁶⁷ In Anlehnung an Berquist / Davis / Van Horn, Hot, S. 30.

⁸⁶⁸ Vgl. Hauser, Securitization, S. 29.

5.2.2.7 Immobilienmanagement

Die Advisory REITs schalten für das operative Managementgeschäft i.d.R. Property Management Companies, Leasing Agents und weitere Dienstleistungsunternehmen ein. Daraus können sich insbesondere dann gravierende Interessenkonflikte ergeben, wenn diese Firmen mit den Advisors wirtschaftlich verbunden sind, was nicht selten der Fall ist.⁸⁶⁹ Im Gegensatz dazu übernehmen Self-Administered REITs das Immobilienmanagement selbst; dennoch ist nicht auszuschließen, daß bestimmte Tätigkeiten ausgelagert werden. Dabei kommt der Einbindung spezialisierter Real Estate Consultants eine besondere Bedeutung zu.⁸⁷⁰

5.2.2.8 Börsenbewertung

Ein bedeutender Unterschied zwischen den Offenen Immobilienfonds und den börsennotierten REITs besteht darin, daß REITs ausschließlich durch die Börse bewertet werden, d.h. ein Sachverständigenausschuß oder eine ähnliche Einrichtung ist nicht erforderlich.

Im Rahmen der Börsenbewertung bedient sich die Praxis beim REIT Pricing sowohl der verschiedenen NAV-Bewertungsverfahren der Immobilienwertermittlung als auch des DDM-Bewertungsverfahrens der Unternehmensbewertung (Dividend Discount Model). Diese beiden Ansätze spiegeln wider, daß REITs im Grunde eine Kombination aus Grundstücksgesellschaft und Unternehmen darstellen. Mit zunehmender Managementintensität der Immobilien rückt daher die Unternehmensbeurteilung zunehmend in den Vordergrund.

Die Anwendung des DDM als Bewertungsmethode für REITs hat v.a. durch das zunehmende Engagement der Investmentbanken in den letzten Jahren an Popularität gewonnen. Der Grundgedanke liegt in der Diskontierung eines über einen bestimmten Zeitraum (i.d.R. 5 Jahre) prognostizierten Cash-Flows, um dessen aktuellen Barwert zu ermitteln. Insofern handelt es sich gewissermaßen

⁸⁶⁹ Vgl. Cannon / Vogt, Management, S. 298.

⁸⁷⁰ Siehe zur Rolle und Geschäftsstruktur der Consultants als Dienstleister für institutionelle Immobilieninvestoren Roulac / Muldavin, Real Estate Consultants, S. 775ff.

um eine aggregierte DCF-Bewertung auf Portfolioebene.⁸⁷¹ Die Anwendung des DDM ist aber insofern problematisch, als die Qualität und Zusammensetzung des Immobilienportfolios, Entwicklungsgrundstücke oder -projekte, Leverageeffekte und vor allem strukturelle und organisatorische Komplikationen der jeweiligen REIT-Konzeption nicht berücksichtigt werden.⁸⁷² Daher beschränkt sich die Anwendung häufig auf REITs, die einen ausgeprägten Managementcharakter haben, wie bspw. Hotel- oder Health-Care REITs.

Aus diesen Gründen orientiert sich die Börsenbewertung von REITs i.d.R. am NAV-Verfahren. Im Gegensatz zu Offenen Immobilienfonds sind REITs aber keiner laufenden Bewertungspflicht unterworfen, d.h. Anleger, Analysten oder interessierte Externe müssen eigenständig den NAV anhand der Informationen im Rahmen der Rechnungslegung ermitteln.

Da die Rechnungslegung aber nur die Verbindlichkeiten genau offenlegt, stellt die Ermittlung des Marktwertes des Immobilienportfolios das zentrale Problem der NAV-Schätzung dar. Im einfachsten Fall erfolgt sie anhand einer Kapitalisierung des jährlichen NOI⁸⁷³ (Abbildung 66) mit einer portfoliospezifisch abgeleiteten Overall-Cap Rate, die das Äquivalent zur hiesigen statischen Anfangsrendite darstellt.⁸⁷⁴

$ \begin{aligned} & \text{Gross Rental Income} \\ & + \text{Non-Rental Income} \\ & - \text{Vacancy \& Credit Loss} \\ & - \text{Fixed Operating Expenses} \\ & - \text{Variable Operating Expenses} \\ & = \text{Net Operating Income (NOI)} \end{aligned} $	$ \begin{aligned} & \text{Net Operating Income (NOI)} \\ & + \text{Non-Operating Income} \\ & \pm \text{Gain / Loss on Sale of Real Estate} \\ & \pm \text{Gain / Loss on Restructured Financing} \\ & - \text{Depreciation \& Amortization} \\ & - \text{General, Administration \& Interest Expenses} \\ & = \text{Net Income (NI)} \end{aligned} $
--	---

Abbildung 66: Ermittlung von Net Operating Income (NOI) und Net Income (NI)

⁸⁷¹ Siehe für eine Zusammenfassung der DCF-Bewertung auf Immobilienebene Appraisal Institute (Appraisal Institute, Appraisal, S. 482 ff.), sowie für eine Darstellung der Besonderheiten auf Portfolioebene Gorlow / Parr / Taylor (Securitization, S. 25 f.).

⁸⁷² Vgl. Green Street Advisors, REIT Pricing, S. 2.

⁸⁷³ An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, daß das NOI eines REITs prinzipiell dem Jahresreinertrag des Immobilienportfolios eines Offenen Immobilienfonds entspricht.

⁸⁷⁴ Die Cap Rate kann sowohl pauschalisiert ermittelt werden als auch als gewichteter Durchschnitt. Siehe dazu Capozza / Lee, REIT-Value, S. 363ff.

Dabei ist zu beachten, daß diese Vorgehensweise nur bei einem relativ homogenen Bestand unproblematisch ist. Bei diversifizierten Beständen wären einzelne Objektkategorien zu differenzieren und verschiedene Cap Rates anzuwenden. Die wichtigsten Differenzierungskriterien sind Nutzungsart und -konzept, Standortqualität und -zentralität, Gebäudealter und -zustand sowie die Mieterbonität bzw. die Vermietbarkeit. Durch Subtraktion der Verbindlichkeiten ergibt sich der NAV, der durch die Anzahl der umlaufenden Aktien dividiert wird, um den NAV / Share abzuleiten.

Eine zweite Pricing-Variante besteht darin, das aus dem NOI abgeleitete und nach GAAP veröffentlichte Net Income (NI) zu kapitalisieren. Die Schwachpunkte dieser Konzeption liegen sowohl in der Abschreibungs- und Tilgungsproblematik als auch in der Berücksichtigung von einmaligen Gewinnen und Verlusten aus Objektverkäufen oder Finanzierungsrestrukturierungen. Außerdem werden weiterhin alle nicht-NOI-wirksamen Vermögensgegenstände ignoriert, wie bspw. unbebaute Grundstücke oder Grundstücke im Zustand der Bebauung, da die NOI-Kapitalisierung diese nicht erfaßt (Abbildung 66).

Aus diesem Grund wurde eine dritte Bewertungsvariante auf Basis der Kennzahl Funds from Operations (FFO) entwickelt. Die FFO werden aus dem NI ermittelt, indem die o.g. Mängel korrigiert werden. Mittlerweile haben sich die FFO zur Standardkennzahl beim REIT-Pricing entwickelt, nicht zuletzt, da sie seit 1996 durch NAREIT eigens definiert wurde (Abbildung 67).⁸⁷⁵

$\begin{aligned} & \text{Net Income (NI)} \\ & \pm \text{Gain / Loss on Sale of Real Estate} \\ & \pm \text{Gain / Loss on Sale on Restructured Financing} \\ & \quad + \text{Depreciation & Amortization} \\ & \quad + \text{Adjustment for unconsolidated Partnerships} \\ & \quad + \text{Adjustment for unconsolidated Joint Ventures} \end{aligned}$	$\begin{aligned} & \text{FFO (Funds from Operations)} \\ & \quad - \text{Recurring Capital Expenses} \\ & \quad - \text{Amortization of Tenant Improvements} \\ & \quad - \text{Leasing Commissions} \\ & \quad - \text{Adjustment for Straight Line Rents} \end{aligned}$
$= \text{Funds from Operations (FFO)}$	$= \text{Adjusted Funds from Operations (AFFO)}$

Abbildung 67: Ermittlung von Funds from Operations (FFO) und Adjusted Funds from Operations (AFFO)

⁸⁷⁵ Vgl. Marchitelli / MacCrate, REITs, S. 8. Siehe zur Definition Nareit, White Paper S. 2ff.

Ein vierter Bewertungsansatz geht davon aus, daß sich die FFO-Kapitalisierung durch zusätzliche Adjustments noch weiter verbessern läßt. Dabei handelt es sich um Recurring Capital Expenses (Modernisierungs- und Instandhaltungskosten), Tenant Improvements (Abnutzung der Innenausbauten) und Leasing Commissions (Maklercourtagen). Zusätzlich sind Straight Line Rents zu korrigieren, die dadurch entstehen, daß nach GAAP bei Ermittlung des NI die Durchschnittsmiete über die Gesamtlaufzeit anzusetzen ist (Abbildung 67).⁸⁷⁶

Die Vorgehensweise der Praxis bei der REIT-Bewertung verdeutlicht Abbildung 68 am Beispiel zweier Neighborhood Shopping Center REITs: Zuerst wird neben der Immobilienbewertung auf Basis des AFFO-Ansatzes zusätzlich der Unternehmenswert der Immobiliendienstleistungen für Dritte gesondert ermittelt. Dazu werden die sonstigen Vermögensgegenstände addiert und sämtliche Verbindlichkeiten subtrahiert. Schließlich wird der NAV durch die Anzahl der Aktien dividiert, um den NAV per share zu ermitteln (Abbildung 68).

Auch wenn diese Ausführungen sehr knapp gehalten sind, machen sie die Problematik der NAV-Bewertung deutlich, die letztlich in der richtigen Ermittlung der Income- bzw. Funds-Kennzahl und der Anwendung einer angemessenen Cap Rate liegt. Die Bewertungsproblematik nimmt mit steigendem Verschuldungsgrad zu, da der NAV eine Residualgröße ist. Außerdem wird sie durch diversifizierte Bestände deutlich erschwert, da eine differenzierte Bewertung vorzunehmen ist. Nicht zuletzt deshalb favorisiert der Kapitalmarkt fokussierte Unternehmensstrategien mit homogenen Immobilienbeständen.

Die Ermittlung des NAV ist allerdings nur als Ausgangspunkt der Börsenbewertung zu sehen. Die Mehrzahl der REIT-Analysts modifiziert nämlich das Ergebnis der NAV-Bewertung um unternehmensspezifische Faktoren, d.h. die harten Beurteilungskriterien werden durch weiche ergänzt. Diese Erfordernis der Kombination von Immobilien- und Unternehmensbewertung führte zur Entstehung eigenständiger Bewertungsverfahren für REITs.

⁸⁷⁶ Nach Litt / Boston, Straight Line, S. 9ff., ist der Einfluß von Straight Lining nicht zu unterschätzen, da am Anfang der Vertragslaufzeit überhöhte FFO dargestellt werden und gegen Ende zu niedrige FFO. Dieser Effekt ist umso größer, je länger die durchschnittlichen Vertragslaufzeiten sind.

Financial information based on...	Kimco Realty 1Q97	Price REIT 1Q97
Cap Rate Assumptions		
Nominal Cap Rate ¹⁾	10,33%	9,83%
Economic Cap Rate ²⁾	9,90%	9,70%
Start with...		
NOI from owned properties	\$139.950	\$51.600
Straight line adjustments	\$0	\$0
Recurring capital expenditures	<u>(\$5.800)</u>	<u>(\$700)</u>
Adjusted NOI from properties	\$134.150	\$50.900
Divide by...		
Assumed Economic Cap Rate	9,90%	9,70%
Produces...		
Market value of owned properties	\$1.355.051	\$524.742
The add benefit of management income by dividing...		
Management income	\$3.900	\$200
Economic Cap Rate applied to management income	20%	20%
To derive...		
Implied benefit from Management Income	\$19.500	\$1.000
Then add:		
Cash, cash equivalents and securities	\$26.487	\$9.065
Other assets	\$96.357	\$39.067
Land held for development	\$4.000	\$2.500
Development under construction / recent acquisitions ³⁾	\$5.182	\$0
We are left with...		
Gross market value of assets	\$1.506.576	\$576.374
Then subtract...		
Total liabilities	\$417.037	\$173.474
Preferred stock	\$225.000	\$0
Produces...		
Net market value of assets	\$864.539	\$402.900
Divide by...		
Total shares / o.p. units ('000)	36.243	10.679
Our Result is...		
Net Asset Value per share	\$23,85	\$37,73
Valuation Measures		
Current Stock Price	\$32,63	\$37,25
Price / Net Asset Value	137%	99%
Total Enterprise Value / Gross Market Value of Assets ⁴⁾	121%	99%

- ¹⁾ Nominal Cap Rate is defined as net operating income divided by the total purchase price.
²⁾ Economic Cap Rate is defined as adjusted net operating income divided by total purchase price.
³⁾ Development Project is valued at 110% of costs.
⁴⁾ We define Total Enterprise Value as the sum of the market value of equity plus liabilities.

Abbildung 68: Ermittlung des NAV und der NAV-Abweichung am Beispiel zweier Neighborhood Shopping Center REITs ⁸⁷⁷

Als Beispiel für ein REIT-Pricing Modell soll anschließend das von der Firma Green Street Advisors⁸⁷⁸ (GSA) eigens dafür entwickelte Konzept, das in der Praxis relativ bedeutend ist, vorgestellt werden.⁸⁷⁹ Dessen Grundidee besteht darin, eine NAV-

⁸⁷⁷ Vgl. Merrill Lynch, Valuation Handbook, S. 15f.

⁸⁷⁸ Die Firma Green Street Advisors wurde durch Mike Kirby und John Fosheim gegründet (in San Francisco, 1988) um Investoren beim Pricing von REITs und REOCs zu unterstützen; seither gilt GSA als einer der führenden REIT-Investmentberatungen.

⁸⁷⁹ Vgl. zum folgenden Green Street Advisors, REIT Pricing S. 2ff. und Kirby, NAV, S. 2ff.

Ermittlung auf Basis einer AFFO-Kapitalisierung (Immobilienbewertung) anhand diverser Managementkriterien sowie konzeptioneller Charakteristika (Unternehmensbeurteilung) zu korrigieren. Daraus resultiert ein adjustierter NAV / Share, den GSA als Warranted NAV / Share bezeichnet und der i.d.R. ein Premium oder einen Discount zum NAV aufweist. Entscheidend für Art und Höhe der Abweichung zum NAV ist die Ausprägung folgender Charakteristika:⁸⁸⁰

- Franchise Value: Dieses Kriterium ist die mit Abstand wichtigste Eigenschaft, da es die Fähigkeit des Managements bezeichnet, durch wertschöpfende Aktivitäten Wachstum zu generieren. Allerdings hängt der Franchise Value stark von den Finanzierungsmöglichkeiten ab, da eine hohe Marktkapitalisierung zu einer Reduktion der Eigen- und Fremdkapitalkosten führt.⁸⁸¹ Zudem lassen sich mit zunehmender Größe Economies of Scale realisieren.⁸⁸²
- Focus: Die Fokussierung auf einen Immobilientyp oder eine geographische Region wird vor allem von institutionellen Anlegern favorisiert, während eine breite Diversifikation von den Anlegern meist mit Abschlägen quittiert wird.
- Insider Ownership: Da eine Beteiligung des Managements nicht nur Interessenkonflikte vermeidet, sondern auch Interessenkongruenz sichert, resultiert dies oft in entsprechenden Premiums.⁸⁸³
- Potentielle Interessenkonflikte: Strukturelle und organisatorische Probleme mit UP- und DownREIT-Konzeptionen oder personelle Interessenkollisionen bspw. durch Advisors werden mit Discounts quittiert.
- Liquidität: Mit zunehmender Größe und breiter Streuung der Shares verbessert sich die Fungibilität v.a. für institutionelle Anleger. Obwohl dieses Kriterium erst ab 1997 in die Unternehmensbeurteilung aufgenommen wurde, ist es in seiner Bedeutung nicht zu unterschätzen.
- Balance Sheet Strength: Ein geringer Verschuldungsgrad erhöht die unternehmerische Flexibilität des Managements und wird daher mit einem Pre-

⁸⁸⁰ Siehe dazu auch ähnlich Dohrmann, Institutional Investment, S. 20.

⁸⁸¹ Siehe zur Bedeutung der Liquidität für das REIT Pricing auch die Studie von Capozza / Lee, REIT-Value, S. 363ff.

⁸⁸² Siehe hierzu Bers / Springer, Scale Economies, S. 47ff.

⁸⁸³ Siehe für Beispiele zu den „Caveats“ Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 701f.

mium honoriert. Zudem stellt sich die Ermittlung des NAV bei konservativen Finanzierungsstrukturen wesentlich unproblematischer dar.

- Overhead Costs: Überdurchschnittlich hohe Verwaltungs- und Managementkosten schlagen sich in einem Discount nieder und vice versa.

Allerdings ist vorab darauf hinzuweisen, daß es sich bei dem Green Street Modell um ein sog. „Relative Pricing Model“ handelt, d.h. es kann nicht nachgewiesen werden, ob REITs als Anlageklasse insgesamt under- oder overpriced sind. Das Modell kann lediglich aufzeigen, ob einzelne REITs im Vergleich zur gesamten REIT-Branche hinsichtlich ihrer Unternehmenscharakteristika under- oder overpriced sind; es basiert auf folgender Modellkonzeption:

- Zuerst wird für jeden REIT im Sample bezüglich der o.g. sieben Kriterien ein Einzelranking im Vergleich zu den anderen REITs erstellt.
- Außerdem werden die sieben Kriterien untereinander in ihrer relativen Bedeutung gewichtet.
- Aus dem Ranking und der Gewichtung wird für jeden einzelnen REIT ein Gesamtranking abgeleitet, das dessen Unternehmensqualität beurteilt.
- Anschließend wird der ermittelte NAV / Share mit der aktuellen Börsenbewertung verglichen, um die Höhe der NAV-Abweichung festzustellen.
- Die festgestellten Premiums und Discounts fließen in eine statistische Untersuchung ein, die bezüglich der Höhe der NAV-Abweichung Maximal-, Durchschnitts- und Minimalwerte und deren Standardabweichung feststellt, wobei eine Normalverteilung zugrunde gelegt wird.
- Diese statistische Charakterisierung der aktuellen Börsenbewertung wird in einem letzten Schritt auf die Ergebnisse des Gesamrankings übertragen, wobei ebenfalls eine Normalverteilung zugrunde gelegt wird.

Wenn also das höchste NAV-Premium der Börsenbewertung bei 50% liegt, wird ungefähr dasselbe NAV-Premium dem REIT mit der besten Unternehmensbeurteilung zugeordnet. Daraus resultiert der sog. Warranted NAV / Share. Liegt er über dem aktuellen Börsenkurs, wird der REIT mit „Buy“ bewertet, und im umgekehrten Fall als „Sell“ eingestuft.

Die Plausibilität dieses Modells wird dadurch belegt, daß die von GSA als underpriced identifizierten REITs (Buys) von 1993 bis Mitte 1998 eine Durchschnittsperformance von 31,6% p.a. erzielt haben. Dem steht ein Ergebnis von nur 2,4% bei den als overpriced klassifizierten REITs (Sells) gegenüber.

	'93	'94	'95	'96	'97	bis 30.4.98	Total Return*	Annualized*
BUYs	29,7%	20,7%	24,0%	47,6%	45,0%	1,4%	332,7%	31,6%
HOLDS	5,4%	0,2%	14,7%	29,9%	14,2%	-3,3%	73,7%	11,1%
SELLs	6,8%	-8,4%	-0,5%	17,6%	5,9%	-6,5%	13,4%	2,4%

*) über den Zeitraum vom 1. Januar 1993 bis 30. April 1998

Abbildung 69: Green Street Advisors' Track Record ⁸⁸⁴

Insofern führt GSA durch diesen Track Record den Beweis, daß REIT-Pricing nicht nur auf einer Immobilienbewertung, sondern immer auch auf einer Unternehmensbeurteilung basiert. Zudem verdeutlicht diese kurze Zusammenfassung des Green Street Modells auch die Problematik der Quantifizierung unternehmensspezifischer Faktoren bei der Börsenbewertung von REITs.

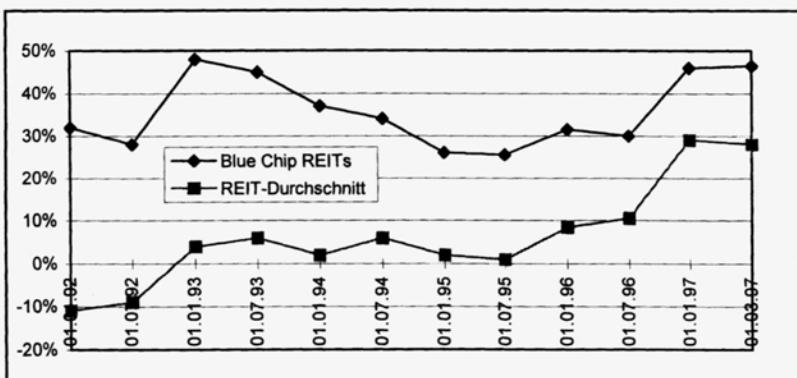


Abbildung 70: Green Street Advisors' Schätzung der NAV-Abweichungen für alle REITs und Blue Chip REITs (Januar 1992 - März 1997) ⁸⁸⁵

⁸⁸⁴ Vgl. Green Street Advisors, Track Record, S. 1.

⁸⁸⁵ Vgl. Kirby, NAV, S. 7.

Die Bedeutung der Unternehmensbeurteilung ist nicht zu unterschätzen, da die NAV-Abweichungen sehr groß sein können. So wurden Blue Chip REITs - als hochwertigste Klasse - im Gegensatz zum REIT-Durchschnitt in den letzten Jahren mit Premiums zwischen 25% bis 50% gehandelt. Der Spread zum REIT-Durchschnitt verkleinerte sich aber in den letzten Jahren zunehmend, da die Qualität der REITs v.a. durch IPOs hochwertiger REITs insgesamt anstieg. Daran wird deutlich, daß die relative Höhe der NAV-Abweichung primär von der Qualität der REITs als Unternehmen abhängt (Abbildung 70).⁸⁸⁶

Darüber hinaus wird die Höhe der NAV-Abweichung aber auch dadurch bestimmt, daß REITs durch Public Markets und Immobilien durch Private Markets bewertet werden. Da Public Markets viel schneller auf Veränderungen der Immobilien- und Kapitalmärkte reagieren, nehmen sie gewissermaßen das Pricing vorweg, während Private Markets sich in ihrer Bewertung überwiegend an Vergangenheitstransaktionen orientieren.⁸⁸⁷

Aus diesem Grund spiegelt das REIT-Pricing mit den NAV-Abweichungen - bezogen auf die zeitliche Entwicklung - auch den Immobilienmarktzzyklus wider: Zu Zeiten der Immobilienrezession Ende der 80er / Anfang der 90er Jahre wurden REITs im Durchschnitt mit Discounts von ca. 10% gehandelt; während der Marktstabilisierung zwischen 1993 und 1996 erzielten sie leichte Premiums bis zu ca. 10% und mit dem einsetzenden Immobilienboom stiegen die Premiums auf 30%. Offensichtlich bildet die Börsenbewertung der REITs den Immobilienmarktzzyklus viel deutlicher ab („Premiums“) als traditionelle Bewertungen der zugrunde liegenden Immobilienbestände (Abbildung 70).⁸⁸⁸

Dabei stellt sich die elementare Frage, wie REITs langfristig in Relation zu ihrem NAV bewertet werden. Für ein Premium sprechen Argumente wie bessere Fungibilität, zusätzliche Wertschöpfungspotentiale, höhere Bewirtschaftungseffizienz und fokussierte Diversifikation. Dagegen werden Discounts oft mit ein-

⁸⁸⁶ Vgl. Kirby, NAV, S. 7f.

⁸⁸⁷ Vgl. Marchitelli / MacCrate, REITs, S. 9f.

⁸⁸⁸ Vgl. Muldavin, „Premiums“, S. 74. Vereinzelt wird erwartet, daß sich die Spreads zwischen Public und Private Market Pricing verringern werden, da sich beide zunehmend annähern werden. Vgl. dazu bspw. Ziering / Winograd / McIntosh, Evolution, S. 26f.

geschränkter Fungibilität, inhärenten Interessenkonflikten, kostspieliger Managementorganisation und planloser Diversifikation begründet.⁸⁸⁹ Dies verdeutlicht, daß die Regulierung und die Konzeption des Fondsangebot und somit die Börsenbewertung nachhaltig beeinflußt.

Zuletzt ist anzumerken, daß sich mit der Zunahme der REITs in den letzten Jahren die Markttransparenz deutlich erhöht hat, da sich ein eigenes Aktienmarktsegment mit relativ homogenen REIT-Kategorien entwickelt hat. Die dadurch gegebene Vergleichbarkeit erleichtert das Pricing erheblich. Außerdem hat der damit einhergehende Zuwachs an REIT-Analysts innerhalb der letzten Jahre die Transparenz des Pricing enorm erhöht.⁸⁹⁰ Zugleich hat sich die zunehmende Analystentätigkeit aber auch auf Emissionen insofern ausgewirkt, als die Kapitalmärkte heutzutage REITs mit den oben geschilderten Eigenschaften deutlich favorisieren.⁸⁹¹

5.2.2.9 Rechnungslegung

Im Vergleich zur dauerhaften Regelung der deutschen Investmentgesellschaften müssen REITs im Rahmen ihrer Rechnungslegung jährlich nachweisen, daß sie sämtliche Anforderungen des IRC erfüllt haben.⁸⁹² Zudem müssen sämtliche Public REITs⁸⁹³ die Voraussetzungen der SEC bezüglich Registration und Reporting erfüllen, sowie den Anforderungen des Investment Company Act von 1940, den NASAA Guidelines sowie den NAREIT Rules genügen.⁸⁹⁴ Diese obligatorischen Maßnahmen des Tax Reporting und Securities Law Reporting werden um das Financial Reporting ergänzt, dem aus Anlegersicht die größte Bedeutung zukommt.

Das Financial Reporting eines REITs beginnt mit dem sog. Prospectus, der bei IPOs oder späteren SPOs als Verkaufsprospekt dient („Red Herring“). Der Pro-

⁸⁸⁹ Vgl. Kirby, NAV, S. 5.

⁸⁹⁰ Dazu tragen insbesondere die zahlreichen Veröffentlichungen von Investmentbanken und spezialisierten Beratern bei; siehe dazu bspw. Merrill Lynch, Earnings Estimates, S. 4ff.

⁸⁹¹ Vgl. Dohrmann, Institutional Investment, S. 19f.

⁸⁹² Vgl. Jarchow, REITs, S. 85f.

⁸⁹³ Nach SEC-Definition gelten REITs mit mehr als 500 Aktionären als Public REITs.

⁸⁹⁴ Siehe dazu ausführlich Jarchow, REITs, S. 204ff.

spectus enthält die wichtigsten Informationen betreffend Entstehung, Geschäftstätigkeit, Immobilienportfolio, Formierung (v.a. bei UP- und DownREIT-Konzeptionen) und dem Procedere bezüglich Offering und Distribution sowie die sog. Selected Financial Informations. Letztere sind das Kernstück der Rechnungslegung, da das REIT-Pricing v.a. auf den Kennzahlen FFO und AFFO beruht („Magic Page“).

Um Bewertungsabschläge zu vermeiden, streben REITs meistens eine möglichst transparente Rechnungslegung an. So werden bspw. potentielle Interessenkonflikte i.d.R. explizit angesprochen und detaillierte Informationen auf Immobilien- und Portfolioebene veröffentlicht. Zudem wird das Management vorgestellt, d.h. der Anleger kann sich ein Bild von dessen Qualifikation machen. Diese Transparenz gilt auch für die Annual Reports, die gewissermaßen das Gegenstück zum Rechenschaftsbericht der Kapitalanlagegesellschaften darstellen.

Neben der klassischen Rechnungslegung kommt auch dem Investor Relations-Management eine wachsende Bedeutung zu. Wichtige Kommunikationsmedien sind bspw. Presseerklärungen, Sonderveröffentlichungen oder Shareholder Meetings.⁸⁹⁵ Eine immer wichtigere Rolle kommt der Präsenz im Internet zu, das sich vorzüglich für die laufende Information der Anleger eignet; auf diese Weise lassen sich wichtige aktuelle Informationen (bspw. über Transaktionen) mitteilen. Die Anforderungen an das Investor Relations-Management wurden insbesondere durch die immer intensivere Abdeckung seitens der REIT-Analysten deutlich gesteigert. Dies führte dazu, daß diesen Maßnahmen ein großes Gewicht beim Pricing zukommt, wie der nachfolgende Vergleich der Investor Relations Politik zweier unterschiedlich agierender REITs verdeutlicht:

„Ninety minutes after releasing second-quarter results for his REIT, one firm's president led a conference call with 50 institutional investors and real estate analysts to discuss the quarter and to outline the firm's strategy for acquiring shopping centers over the coming months. He responded to questions from current followers of the stock regarding the firm's latest acquisitions, the progress of its renovation program, and management's attitude towards future stock offerings. When the 30-minute call was over, one REIT-Analyst remarked, 'This is a great

⁸⁹⁵ Vgl. Jarchow, REITs, S. 220ff.

*way for management to stay in touch with investors. The discussion is brief and to the point, and it helps me stay abreast of the company. On the same day, another REIT released results showing earnings that failed to meet the expectations of real estate analysts. The principals of the REIT were unfamiliar with Dow-Jones or Reuters earnings-preview interviews, and they failed to set up a conference call to explain the news in a manner that may have provided a 'soft landing' for the stock. Several Analysts contacted the REIT to learn the reasons for the results, but management elected, not to return these telephone calls. Within hours, the REIT's stock was down 10 percent.*⁸⁹⁶

Die Börsenbewertung zwingt also das Management nicht nur zu einer für deutsche Verhältnisse sehr transparenten Rechnungslegung, sondern auch zu einer aktiven und persönlichen Pflege der Investoren. An erster Stelle stehen dabei die größten Anteilseigner, bei denen es sich i.d.R. um institutionelle Investoren handelt. Daneben sind die REIT-Analysten eine weitere Hauptzielgruppe, da diese durch Kauf- und Verkaufsempfehlungen die Börseneinschätzung durch private und institutionelle Investoren stark beeinflussen. Nicht zuletzt an den damit verbundenen Auswirkungen auf die Kursentwicklung wird deutlich, daß der NAV nur als grobe Richtschnur für das REIT Pricing dienen kann.

5.2.2.10 Steuerliche Transparenz

Amerikanische Unternehmen unterliegen der Corporate Income Tax als Körperschaftsteuer sowie diversen State und Local Taxes, die fiskalpolitisch der deutschen Gewerbesteuer ähneln. Im Gegensatz zu Deutschland ist in den USA jedoch das klassische Körperschaftsteuersystem mit Doppelbesteuerung realisiert, d.h. Gewinne werden auf Ebene der Gesellschaft und des Gesellschafters besteuert.⁸⁹⁷ Daher unterliegen die börsennotierten Real Estate Operating Companies (REOCs), d.h. herkömmliche Immobilienunternehmen in der Rechtsform der C-Corporation, der Doppelbesteuerung (Abbildung 71).

⁸⁹⁶ Parsons, Investor Relations, S. 34.

⁸⁹⁷ Die Körperschaftsteuersätze basieren auf einem Stufentarif und reichen von 15% bis 35%. Auch die Einkommensteuersätze richten sich nach einem Stufentarif und betragen bspw. für Verheiratete mit Zusammenveranlagung von 15% bis 39,6%. (Vgl. Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung, S. 14).

REOC:		REOC-Aktionär:	
Gewinn	100,00	Ausschüttung	65,00
- Corporate Income Tax (35%)	35,00	- Income Tax (39,6% v. 100)	39,60
= Ausschüttung	65,00	= verbleibender Reingewinn	25,40

Abbildung 71: Beispiel zur Besteuerung von REOCs⁸⁹⁸

Im Beispiel wird bei REOCs (Abbildung 71) der Gewinn dem Körperschaftsteuer-Spitzenatz von 35% und dem Einkommensteuer-Spitzensteuersatz (hier der Spitzensteuersatz von 39,60% für Verheiratete) unterworfen. Daraus resultiert - ohne Berücksichtigung von State und Local Taxes - eine Maximalbesteuerung i.H.v. 74,60% (35,00% plus 39,60%). Dagegen werden bei REITs ausgeschüttete Gewinne nicht mit der Corporate Income Tax besteuert, d.h. der Gewinn wird nur mit dem individuellen Einkommensteuersatz des Anlegers (hier der Spitzensatz von 39,60% für Verheiratete) belastet (Abbildung 72).

REIT:		REIT-Aktionär:	
Gewinn	100,00	Ausschüttung	100,00
- Corporate Income Tax (0%)	0,00	- Income Tax (39,6% v. 100)	39,60
= Bardividende (Ausschüttung)	100,00	= verbleibender Reingewinn	60,40

Abbildung 72: Beispiel zur Besteuerung von REITs⁸⁹⁹

Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß für das Going Public auch die herkömmliche Rechtsform der REOCs, die der C-Corporation, nach wie vor eine interessante Alternative darstellt:

„Within the next five years many strong niche operators will turn to Public Markets to efficiently access capital. This includes developers, redevelopers, and operators of lower quality properties. As market balance is achieved, normal rates of development will again be justified, allowing developers the financial track records necessary to go public. Whether they are C Corporations or REITs will depend on the value of the tax shield embedded in the REIT operating structure, versus the desirability of retailing cash flows. If the entity is operating at relatively low debt levels they will face the high tax rates which make the REIT structure attractive. Alternatively, those with low taxable incomes due to the use of higher leverage and operating losses from development projects will choose the flexibility provided by the C corp format.“⁹⁰⁰

⁸⁹⁸ In Anlehnung an Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung, S. 12.

⁸⁹⁹ In Anlehnung an Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung, S. 12.

⁹⁰⁰ Linneman, Do it, S. 36.

Hinsichtlich der Steuerbefreiung der REITs ist auf eine Gesetzesänderung besonders hinzuweisen:⁹⁰¹ Bei Verabschiedung der Ursprungsversion der IRC-Regelung 1960 sah der Gesetzgeber vor, daß sich ein Unternehmen nur als REIT qualifizieren kann, wenn alle Voraussetzungen dafür erfüllt sind. Daher drohte bestehenden REITs jährlich der Verlust ihrer Steuerbefreiung, wenn sie einzelne Anforderungen nicht erfüllen konnten, d.h. der Gewinn des jeweiligen Jahres wäre vollständig der Corporate Income Tax unterworfen worden. Dieser problematische „Alles oder Nichts“-Status im Rahmen der Steuerbefreiung wurde vom Gesetzgeber erst durch eine Novellierung des IRC 1976 revidiert.

Seither werden REITs nicht mehr vollständig von der Steuerbefreiung entzogen, wenn sie einzelne Anforderungen nicht erfüllen, sondern statt dessen mit Penalty Taxes belegt. Erfüllt ein REIT bspw. nicht das 75%-Einkommenslimit den Immobilienanteil betreffend, oder liegt die Ausschüttung unter dem 95%-Limit, wird der fehlende Betrag mit einer 100%-igen Corporate Income Tax besteuert, d.h. der Fehlbetrag wird de facto konfisziert.⁹⁰² Aus diesem Grund wird die Einhaltung der Anforderungen üblicherweise strikt befolgt.

Auf Ebene des Anlegers führt die Eliminierung der Besteuerung auf Ebene der Gesellschaft dazu, daß die Beteiligung an REITs im Vergleich zu REOCs aus Anlegersicht deutlich günstiger ist. Da sich diese Steuervorteile unmittelbar auf die Börsenbewertung auswirken, wird verständlich, warum so viele Immobilienunternehmen den REIT-Status anstreben, und warum sich die REITs beim Anlegerpublikum so großer Beliebtheit erfreuen.

Im Ergebnis wird die steuerliche Transparenz durch die Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene auf die einfachste und konsequenteste Art und Weise geregelt, wobei Verstöße gegen das Anforderungsprofil des REIT-Status mit Strafsteuern belegt sind.

⁹⁰¹ Vgl. Knight / Knight, Reemerge, S. 45; Greer / Farrell, Investment, S. 443.

⁹⁰² Vgl. Knight / Knight, Reemerge, S. 45.

5.2.3 Angebotsanalyse

5.2.3.1 Übersicht

Die Analyse des Fondsangebots der REITs orientiert sich am Vorgehen bei den Kapitalanlagegesellschaften, da dasselbe Klassifikationsraster zugrunde gelegt wird. Diese methodische Konsistenz erscheint unbedingt erforderlich, um einen direkten Vergleich zu ermöglichen und die Unterschiede herauszuarbeiten (Abbildung 73).

Kriterium	Ausprägungen		
	Equity-REIT	Mortgage-REITs	Hybrid-REITs
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Managementstrategie	Fixed Type (Passive Anlagepolitik)	Flexible Type (Aktive Anlagepolitik)	Semi-Flexible Type
Gründungsmethode	Cash Method (erst Kapitalbeschaffung)	Appropriation Method (erst Kapitalanlage)	Mischformen
Beendigungsmethode	Non-Finite-Life REITs	Finite-Life REITs	Mischformen
Emissionskostenregelung	Initial Public Offering	Secondary Public Offering	Sonderformen
Ausschüttungsregelung	Obligatorische Ausschüttung wegen 95%-Anforderung		
Anlegerspektrum	Börsennotierte REITs (alle Investoren)	Nicht börsennotierte REITs (v. a. Institutionelle Investoren)	Mischformen
Anlegervolumina	Börsennotierte REITs (alle Investoren)	Nicht börsennotierte REITs (v. a. Institutionelle Investoren)	Mischformen

Abbildung 73: Übersicht des Fondsangebots der REITs

5.2.3.2 Anlagespektrum

Obwohl sich REITs hinsichtlich des Anlagespektrums in Equity REITs, Mortgage REITs und Hybrid REITs unterscheiden lassen, beruht diese Differenzierung nicht auf einer Regelung im IRC. Dessen Anforderungen differenzieren nämlich nicht zwischen diesen drei REIT-Typen, sondern beziehen sich auf den Grad der Immobilienorientierung der Vermögensstruktur (Asset Tests) und der Einkommensstruktur (Income Tests); außerdem sind weitere Vorschriften zur Begrenzung spekulativer Aktivitäten zu beachten.

Die Anforderungen an die Vermögensstruktur spiegeln sich in den drei sog. Asset Tests wider, die zu jedem Quartalsende des Steuerjahres zu erfüllen sind:⁹⁰³ Das Vermögen muß zu mindestens 75% aus immobilienbezogenen Kapitalanlagen, Barmitteln oder Staatsanleihen bestehen (75% Asset Requirement). Für die darüber hinausgehenden 25% gilt bei Wertpapieranlagen für die einzelnen Securities ein Höchstanteil von jeweils 5%, bezogen auf das REIT-Vermögen und von 10%, bezogen auf deren Emissionsvolumen.⁹⁰⁴ Die beiden letztgenannten Anforderungen dienen daher der Risikostreuung und lassen sich als Diversification Requirements bezüglich der Liquiditätsreserve bezeichnen. An dieser Stelle ist nochmals zu betonen, daß es für die immobilienbezogenen Kapitalanlagen keine Vorschriften zur Risikostreuung gibt, d.h. ein REIT könnte im Extremfall nur eine einzelne Immobilie im Eigentum haben. Der Gesetzgeber definiert die immobilienbezogenen Kapitalanlagen als Eigentum, Erbaurechte (Leaseholds), Hypothekendarlehen, Beteiligungen an Grundstücksgeellschaften (Partnerships), Beteiligungen an anderen REITs sowie bestimmte andere Grundstücksrechte (bspw. Kaufoptionen).⁹⁰⁵ Somit muß ein Equity REIT mindestens 75% des Vermögens in Immobilien-Direktanlagen oder in Beteiligungen investiert haben.

Entsprechend ergeben sich drei sog. Income Tests als Anforderungen an die Einkommensstruktur: Die wichtigste Voraussetzung besteht analog zu den Vermögensvorschriften darin, daß mindestens 75% des Einkommens aus immobilienbezogenen Kapitalanlagen erzielt werden müssen, d.h. Mieteinnahmen, Hypothekenzinsen, Veräußerungserlöse, Real Estate Tax Refunds und entsprechende Fees (75% Income Requirement).⁹⁰⁶ Außerdem müssen über dieses 75%-Limit hinaus zusätzliche 20% des Einkommens entweder durch die genannten Einkommensarten oder durch sonstige Dividenden- und Zinserträge sowie Veräußerungserlöse aus Wertpapiergeschäften erzielt werden (95% In-

⁹⁰³ Vgl. Brueggeman / Fisher, *Real Estate*, S. 697.

⁹⁰⁴ Vgl. Jarchow, REITs, S. 81.

⁹⁰⁵ Vgl. Robinson, REITs, S. 749.

⁹⁰⁶ Vgl. Jarchow, REITs, S. 77f.

come Requirement). Somit muß ein Equity REIT mindestens 75% des Einkommens direkt oder indirekt aus Mieten und / oder Verkäufen erzielen.

Schließlich darf nicht mehr als 30% des Einkommens durch den Verkauf von Wertpapieren, die weniger als sechs Monate gehalten wurden, oder durch die Veräußerung von Immobilien, die weniger als vier Jahre gehalten wurden, erzielt werden.⁹⁰⁷ Diese sog. 30%-Limitation soll gewährleisten, daß sich REITs hauptsächlich als Investment Conduits betätigen und nicht übermäßig in Spekulationsgeschäften engagiert sind.

5.2.3.3 Spezialisierungsstrategie

Bezüglich der Spezialisierung des Fondsangebots der REITs ergibt sich ein Bild, das in direktem Gegensatz zur Situation bei den Offenen Immobilienfonds steht: Die Standardfonds (Diversified REITs) sind relativ unbedeutend, während die Spezialitätenfonds (Specialized REITs) dominieren. Dabei ist ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß in der gängigen REIT-Terminologie aus diesem Grund die Bezeichnung Speciality REITs solchen REITs vorbehalten ist, die in Spezialimmobilien investieren.

Die Diversified REITs als Standardfonds entsprechen in der strategischen Ausrichtung ihrer Anlagepolitik den deutschen Offenen Immobilienfonds, da sie i.d.R. in sämtliche Gewerbeimmobilientypen investieren. Unterschiede bestehen darin, daß keiner dieser Fonds aufgrund fehlender Marktkapitalisierung sämtliche Regionen vergleichbar abdecken kann, und daß die Diversified REITs i.d.R. auch in Wohn- und / oder Spezialimmobilien investieren. Daher ergeben sich innerhalb der Diversified REITs oft bestimmte Anlageschwerpunkte, die Spezialitätencharakter aufweisen. Insofern stellen die Diversified REITs - wie die Offenen Immobilienfonds und die Wertpapier-Standardfonds - eine „Komplettlösung“ dar. Deren Bedeutung ging jedoch nicht zuletzt vor dem Hintergrund des professionelleren Pricings und des Einflusses von Analysten zurück. Diese Entwicklung spiegelt sich darin wider, daß in den letzten Jahren fast nur Specialized REITs, die primär auf einen bestimmten Standort und / oder ein

⁹⁰⁷ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 697.

Marktsegment ausgerichtet sind, aufgelegt wurden.⁹⁰⁸ Ausschlaggebend dafür war nicht zuletzt die klare Präferenz der Investmentbanken für diesen Typ: „The current attitude on Wall Street is that real estate is essentially a local, specialized business.“⁹⁰⁹ Darüber hinaus lassen sich REITs - genau wie die Wertpapierfonds - auch als Spezialitätenfonds nach Kriterien wie Größenordnung, Managementstil, Timingstrategien oder sonstigen Strategien ausgestalten. Aus den zahlreichen Varianten resultiert eine enorme Angebotsbreite und -tiefe als prägendes Merkmal des REIT-Marktes (Abbildung 74).

Die Umsetzung der in Abbildung 74 dargestellten Spezialisierungskriterien der REITs lässt sich folgendermaßen subsumieren: Hinsichtlich des Standortes lassen sich REITs mit nationaler, lokaler und regionaler Ausrichtung unterscheiden. Bei der geographischen Beschränkung des Wirkungsbereichs steht dem Nachteil einer größeren Abhängigkeit von örtlichen Marktzyklen der Vorteil eines effizienteren Managements gegenüber. Bei der Differenzierung nach Standorten ist zusätzlich zu beachten, daß sich bei einigen REITs noch eine immobilienspezifische Differenzierung auf Ebene der Mikrostandorte in Urban und Suburban Areas ergibt.

Die Unterscheidung in die verschiedenen Marktsegmente basiert auf den verschiedenen Immobilientypen. NAREIT differenziert bspw. nach Industrial / Office (Untergruppen: Industrial, Office und Mixed), Retail (Untergruppen: Strip Centers, Regional Malls, Free Standing und Factory Outlet Centers), Residential (Untergruppen: Apartments und Manufactured Homes) sowie Lodging / Resorts, Health Care, Self Storage und Specialty.

⁹⁰⁸ Bezeichnend dazu Block (REIT, S. 149): „Focus: Beware of the 'Jack of All Trades and Master of None. Ever since the first REIT raised its first dollar of capital and until fairly recently, we have heard from certain brokers and investor relations officers that an excellent REIT to own would be one that is well diversified as to property type and geographical location, as such a REIT diversifies the risks of owning real estate. The only merit to this contention is that diversification in one's real estate holdings is a definite plus. The major fallacy in this premise is that it fails to take into account the fact that, for most property types, real estate ownership and management is a local business, and no two properties or locations are alike. We want to entrust our investment dollars earmarked for REITs with managements who have a wealth of experience owning and managing their particular property type, and who invest and manage their properties in geographical areas that they know exceedingly well.“

⁹⁰⁹ Marchitelli / MacCrates, REITs, S. 7.

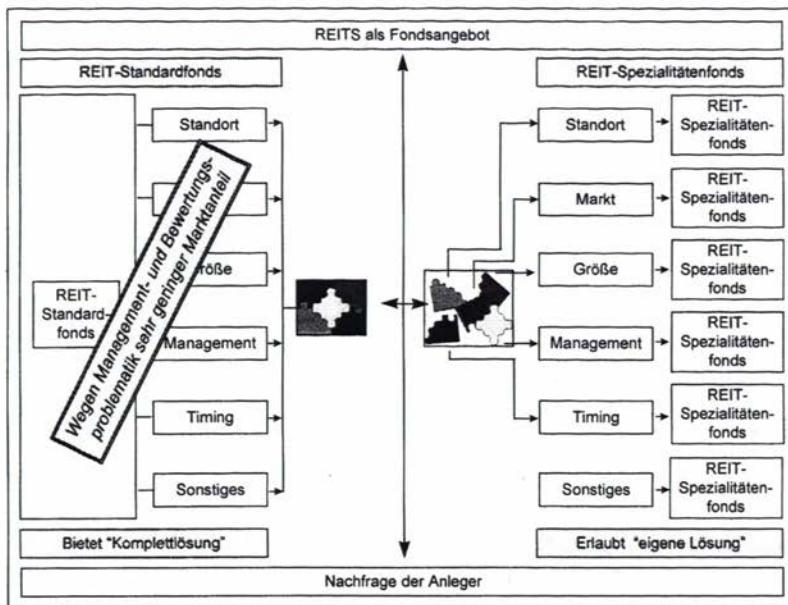


Abbildung 74: Differenzierung der REITs als Fondsangebot in Standard- und Spezialitätenfonds

In Abhängigkeit von Größenordnung werden REITs in Analogie zu den Wertpapierfonds in Blue Chip REITs, Mid Cap REITs und Small Cap REITs voneinander abgegrenzt. Die Hauptcharakteristika eines Blue Chip REIT sind einerseits eine Kapitalisierung von mindestens \$ 1 Mrd. und ein hochwertiger Immobilienbestand. Andererseits zeichnet sich ein Blue Chip REIT durch professionelles Management, Wachstumspotential, gesunde Bilanzstrukturen, sinnvolle Fokussierung, Insider Stock Ownership, niedrige Ausschüttungsquote und möglichst wenig potentielle Interessenkonflikte aus.⁹¹⁰ Für Mid Cap REITs und Small Cap REITs gelten die gleichen qualitativen Anforderungen, wobei Small Cap REITs i.d.R. durch eine Kapitalisierung von bis zu \$300 Mio. abgegrenzt werden.⁹¹¹

⁹¹⁰ Vgl. dazu ausführlich Block, REITs, S. 130ff.

⁹¹¹ Vgl. Derso et al., Small Cap REITs, S. 32.

Demzufolge decken Mid Cap REITs die Kapitalisierungsvolumina zwischen \$300 Mio. und \$1 Mrd. ab.

Der Spezialisierung in bezug auf das Management kommt durch die immobilienspezifischen Wertschöpfungspotentiale eine besondere Bedeutung zu. Bestes Beispiel hierfür sind die sog. Developmental-Joint Venture REITs, die ausschließlich auf die Beteiligung an Entwicklungsprojekten ausgerichtet sind.⁹¹² Da die Verzinsung dieser REITs überwiegend aus Entwicklungsgewinnen erfolgt, ergeben sich wesentlich mehr Risiken. In Abhängigkeit vom Beteiligungsspektrum kann ein derartiger REIT sehr konservativ auftreten, ggf. aber auch die Charakteristika eines Immobilien-Venture Capital Fonds haben.

Auch das Timing der Anlagetätigkeit kann durch die besondere Zyklizität des Immobilienmarktes als Spezialisierungskriterium dienen. Das Grundprinzip dieser sog. Special Opportunity REITs - oder treffender „Vulture“ REITs - ist der antizyklische Erwerb von Objekten aller Art. Insofern erfolgt keine Spezialisierung auf bestimmte Objekttypen oder Regionen, sondern auf Objekte, die deutlich unter Gestehungskosten erworben werden können, weil die Marktsituation extrem ungünstig ist oder die Eigentümer zur Veräußerung gezwungen sind.

Darüber hinaus gibt es noch besondere Spezialitätenfonds.⁹¹³ Zum einen sind die REITs zu nennen, die zum Zwecke des Off-Balance-Sheet Financing von Unternehmen gegründet wurden. Dabei handelt es sich einerseits um die sog. Roll-Up REITs, bei denen ein Unternehmen seinen Immobilienbestand komplett oder teilweise einbringt und i.d.R. zurückmietet. Insofern handelt es sich bei diesen Transaktionen um einen Sale-and-Lease-Back kombiniert mit einem REIT-Going Public. Obwohl diese Finanzierungsalternative aus Sicht des emittierenden Unternehmens unter dem Gesichtspunkt der Erhöhung des Shareholder Value interessant sein mag, sind derartige Transaktionen aus Anlegersicht sehr kritisch zu beurteilen. Ein derartiges REIT-Offering dürfte nur sinnvoll erscheinen, wenn der Emittent über erstklassige Bonität verfügt, die Drittverwendungsähnlichkeit des Bestandes gewährleistet ist und die Mietkonditionen

⁹¹² Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 700f.

⁹¹³ Vgl. hierzu und zum folgenden Jarchow, REITs, S. 243.

den Marktgegebenheiten entsprechen. Das Gegenstück zum Roll-Up REIT stellen die sog. Roll-Down REITs dar, die von Projektentwicklern aufgelegt werden, um deren Projekte zu akquirieren. Daraus resultiert eine ähnliche Problem situation, denn auch hier ergibt sich die latente Gefahr, daß wenig erfolgsträchtige oder hochspekulative Projekte überteuert eingebracht werden.

5.2.3.4 Managementstrategie

Für die REITs gilt hinsichtlich der Unterscheidung in Fixed und Flexible Type im Prinzip dasselbe wie für das Management der Offenen Immobilienfonds.⁹¹⁴ Allerdings sind REITs durch den aus dem Ausschüttungzwang resultierenden Kapitalmarktdruck i.d.R. durch eine ausgeprägte Flexible Type Konzeption charakterisiert. Dies zeigt sich darin, daß praktisch alle REITs versuchen, mit internen Wachstumsstrategien die Ertragskraft des aktuellen Portfolios zu steigern oder durch externe Wachstumsstrategien das bestehende Portfolio um hochrentierliche Akquisitionen zu ergänzen.⁹¹⁵

Die internen Wachstumsstrategien sind auf eine Steigerung der FFO ausgerichtet. Mieterhöhungen stehen daher an erster Stelle des Maßnahmenkataloges, sofern die Standort-, Markt-, Gebäude- und Mietvertragssituation der Objekte im Bestand dies zuläßt. Besonders wichtig ist dabei die Akquisition attraktiver Neumieter und die Pflege bestehender Mietverhältnisse in Verbindung mit vorteilhaften Mietvertragsgestaltungen.⁹¹⁶ Dabei ergeben sich durch Fokussierung zusätzliche Mieterhöhungspotentiale, da aus einer starken Marktstellung und dem intensiven Kontakt zu bestimmten Mietergruppen eine bessere Verhandlungsposition resultiert. Parallel dazu wird die Senkung der Bewirtschaftungskosten angestrebt, wobei Economies of Scale von großer Bedeutung sind, da Einsparpotentiale realisiert werden können. Zudem ist ab gewissen Größenordnungen das In-Sourcing von Leistungen sinnvoll, um Einsparungen zu erzielen. I.d.R. lassen sich sowohl Mieterhöhungen als auch Kostenreduktionen gleichzeitig erreichen, indem Bestandsimmobilien renoviert, modernisiert oder

⁹¹⁴ Siehe dazu ausführlich Kapitel 3.3.3.5., S. 167ff.

⁹¹⁵ Vgl. Block, REIT, S. 112f.

⁹¹⁶ Vgl. Block, REIT, S. 114f.

saniert werden. Ergänzend dazu wird i.d.R. eine Optimierung der Mieterstruktur angestrebt, um die Bonität der Mieter zu steigern und die Attraktivität der Objekte für andere Mieter zu erhöhen.⁹¹⁷

Die externen Wachstumsstrategien bestehen in der Neuakquisition durch Positive Spread Investment (PSI) und der Projektentwicklungstätigkeit, wobei die jeweilige Strategieoption primär durch das Stadium im Marktzyklus vorgegeben wird.⁹¹⁸ Die PSI-Strategie lässt sich in erster Linie am Ende einer Rezessionsphase realisieren, da sie auf den Neuerwerb bestehender Objekte ausgerichtet ist, deren Cap Rate (statische Anfangsrendite) über den Kapitalkosten des REITs liegt.⁹¹⁹ Der dadurch entstehende Positive Spread erhöht die FFO und somit die AFFO. Dagegen wird die Development Strategie idealerweise am Beginn eines Aufschwungs umgesetzt, indem mit Projektentwicklungen begonnen wird, die sich voraussichtlich zu guten Konditionen vermarkten lassen.⁹²⁰

Eine Kombination aus internen und externen Wachstumsstrategien stellt die Portfolioumschichtung dar, bei der Objekte mit geringem Marktpotential verkauft werden, um statt dessen aussichtsreichere Akquisitionen zu tätigen.⁹²¹

Als Ergänzung zu den o.g. traditionellen externen Wachstumsstrategien haben zahlreiche REITs in den letzten Jahren zunehmend M&A-Wachstumsstrategien realisiert.⁹²² Diese Entwicklung ergab sich einerseits daraus, daß PSI-Strategien immer seltener darstellbar waren, da die Spreads - durch sinkende Cap Rates und steigende Zinsen - zunächst immer enger und vereinzelt auch negativ wurden. Andererseits waren aufgrund der zögerlichen Markterholung Development Strategien oft nicht umsetzbar. Dies führte zu einer Aufteilung des Marktes in REITs mit und ohne Wachstumspotential. Parallel dazu ergab sich ein Kapitalkostengefälle, da für REITs mit hohem Wachstumspotential die Kapitalkosten sanken und vice versa. Das Kapitalkostengefälle begünstigte wie-

⁹¹⁷ Vgl. Block, REIT, S. 117f.

⁹¹⁸ Vgl. Block, REIT, S. 120f.

⁹¹⁹ Vgl. Goodman / Madden, Acquisition Targets, S. 15.

⁹²⁰ Vgl. Block, REIT, S. 123f.

⁹²¹ Vgl. Block, REIT, S. 119.

⁹²² Vgl. hierzu und zum folgenden Emmerich / Panovka, REIT Mergers, S. 29ff.

derum die wachstumsfähigen REITs, die sich mit günstigen Eigenkapitalemissionen refinanzieren konnten und benachteiligte die stagnierenden REITs, die zunehmend Fremdkapital aufnahmen. Daher entwickelten sich erstere zu potentiellen Erwerbern und letztere zu idealen Übernahmekandidaten.⁹²³ Bei den daraus folgenden M&As sind wiederum zwei Strategien zu unterscheiden:⁹²⁴

Einerseits gibt es rein finanzwirtschaftlich geprägte M&As, bei denen ein Growth REIT mit niedrigen Kapitalkosten einen stagnierenden REIT mit höheren Kapitalkosten und einem komplementären Immobilienbestand übernimmt, d.h. es handelt sich de facto um PSI auf REIT-Ebene. Andererseits erfolgen immer mehr M&As aus strategischen Überlegungen, da sich die o.g. internen und externen Wachstumsstrategien bei konsolidierten REITs tendenziell leichter umsetzen lassen. So geben M&As zwischen REITs mit gleicher Nutzungspezialisierung die Möglichkeit zur horizontalen Integration während M&As zwischen REITs mit verschiedener Geschäftsausrichtung - bspw. ein Management REIT und ein Development REIT - die Voraussetzungen für vertikale Integration schaffen. Daher führen M&As letztlich zur Senkung der Kapitalkosten.

5.2.3.5 Gründungsregelung

Im Hinblick auf die Gründung eines REIT kommt ebenfalls die Unterscheidung in Cash Method, Appropriation Method und Mischformen in Betracht.

Bei der Cash Method ist wiederum zwischen den Blind Pool REITs und den Fully Specified REITs zu unterscheiden.⁹²⁵ Bei Blind Pool REITs (Blank Check REITs) sind die zu erwerbenden Objekte nicht bekannt, d.h. die Anlagepolitik ist lediglich mehr oder weniger genau skizziert.⁹²⁶ Da diese Art von REIT-Engagements von den Anlegern großes Vertrauen voraussetzt, muß die Reputation des Initiators einwandfrei sein. Insgesamt steht bei der Blind Pool-Lösung dem Vorteil der großen Flexibilität der nicht unerhebliche Nachteil gegenüber, daß weder Anlageobjekt(-e) noch -zeitpunkt(-e) ex ante bekannt sind. Insofern

⁹²³ Vgl. Goodman / Madden, Acquisition Targets, S. 17f.

⁹²⁴ Vgl. Baird / Donahue, Consolidation, S. 29ff.

⁹²⁵ Vgl. Downs / Hartzell, REITs, S. 629.

⁹²⁶ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 699.

bringt die Bezeichnung „Blank Check“ REIT die Einschätzung auf den Punkt. Dagegen kann die Cash Method auch so realisiert werden, daß die avisierten Objekte vorab genau bestimmt werden. Diese REITS werden als Fully Specified REITs (Purchasing REITs) bezeichnet. Der Vorteil dieser Konstruktion liegt darin, daß sich die Anleger vorab genau über die Qualität der Objekte informieren können.⁹²⁷

Während die Cash Method bei den Traditional REITs relativ weit verbreitet war, basieren die Modern REITs primär auf der Appropriation Method, wobei ein bestehendes Immobilienportfolio bzw. Immobilienunternehmen so umstrukturiert wird, daß es sich als REIT qualifizieren kann. Die Anforderungen an ein erfolgreiches Going Public entsprechen im wesentlichen den bereits erörterten Vorgaben und Präferenzen der Analysten.⁹²⁸ Die wichtigsten Erfolgsfaktoren eines REIT-IPO im Rahmen der Appropriation Method lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:⁹²⁹

- Hochwertiges Immobilienportfolio (Specified Properties) mit konkreten Performanceergebnissen durch langjährige Managementaktivität;
- Fokussiertes Immobilienportfolio mit Spezialisierung auf eine Region oder einen Immobilientyp mit Wachstumsperspektiven;
- Überzeugender „Track Record“ des Managements mit spezifischen Erfahrungen und Kenntnissen bezüglich des relevanten Marktsegmentes;
- Angemessene Beteiligung des Managements, um Interessenidentität zu gewährleisten, idealerweise i.H.v. 5% bis 25%;
- Stabiler Cash-Flow / NOI / FFO mit Steigerungsmöglichkeiten durch Managementaktivitäten wie Development, Redevelopments etc.;
- Konservative Finanzierungsstruktur, d.h. die Fremdkapitalfinanzierung sollte unter 50% des Verkehrswertes liegen und langfristig erfolgt sein;
- Kritische Masse, um die zusätzlichen Kosten decken zu können, wobei ein Mindestvolumen i.H.v. \$150 Mio. genannt wird.

⁹²⁷ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 699.

⁹²⁸ Siehe dazu Kapitel 5.2.2.8, S. 245ff.

⁹²⁹ Vgl. De Bree, Unleveraged Buyouts, S. 32f.

5.2.3.6 Laufzeitregelung

Hinsichtlich der Laufzeitbegrenzung wird i.d.R. zwischen den unbefristeten Non-Finite bzw. Infinite-Life REITs (Perpetual-Life REITs) und den befristeten Finite-Life REITs (Self-Liquidating REITs) unterschieden.⁹³⁰

Wie alle anderen Unternehmen wurden REITs traditionell als Perpetual-Life REITs initiiert.⁹³¹ Die unternehmerische Prägung der Perpetual-Life REITs wurde in den letzten Jahren durch die rechtlichen Änderungen stetig forciert, da sie sich in ihrer wirtschaftlichen Natur de facto vom reinen Investment Conduit zu Operating Companies weiterentwickeln konnten.

Bei den Self-Liquidating REITs wird vorab ein bestimmter Zeitpunkt festgelegt, zu dem der gesamte Objektbestand liquidiert wird, um die Verkaufserlöse an die Beteiligten auszuschütten. Daraus ergibt sich zunächst der Vorteil, daß sich über diesen Zeitraum - i.d.R. 10 bis 15 Jahre - eine Renditeprognose erstellen läßt und der Anlagehorizont festgelegt wird.⁹³² Der eigentliche Hintergrund der Entstehung dieses Fondstyps lag aber in der Kritik bestimmter Anlegergruppen, daß das REIT-Pricing eher auf Aktien- als auf Immobilienbewertung beruhen würde. Folglich wird damit argumentiert, daß sich mit der Einführung der Laufzeitbegrenzung das REIT-Pricing aufgrund der besseren Vergleichbarkeit mit der eigenständigen Immobilien-Kapitalanlage näher am NAV orientieren würde.⁹³³ Mit anderen Worten: Der Investor erhält eine befristete Beteiligung an einem Immobilienobjekt bzw. -portfolio im Gegensatz zu einer zeitlich unbefristeten Beteiligung an einem Immobilienunternehmen.

Allerdings sind auch Mischformen möglich. So können die Anleger eines Self-Liquidating REITs i.d.R. über eine Verschiebung des Liquidationszeitpunktes entscheiden. Durch diese Option läßt sich der immanente Nachteil der Self-Liquidating REITs, daß der Veräußerungszeitpunkt in eine ungünstige Marktphase oder gar in eine Immobilienkrise fällt, überwinden. Denkbar wäre aber

⁹³⁰ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 699; Downs / Hartzell, REITs, S. 629.

⁹³¹ Vgl. Robinson, REITs, S. 748.

⁹³² Vgl. Downs / Hartzell, REITs, S. 629.

⁹³³ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 699.

auch, daß ein Perpetual-Life REIT einen Finite-Life REIT erwirbt (Acquisition) oder damit verschmolzen wird (Merger). Wird eine derartige M&A-Transaktion durch einen Stock for Asset Swap realisiert, können die ehemaligen Teilhaber des Finite-Life REITs selbst darüber entscheiden, ob sie an dem Perpetual REIT beteiligt bleiben wollen, oder ob sie die REIT-Aktien veräußern wollen. Insofern können sich auch aus der Beteiligung an einem Finite-Life REIT interessante langfristige Perspektiven ergeben.

5.2.3.7 Emissionskostenregelung

Bei den Emissionskosten ist zunächst zwischen IPOs und SPOs zu unterscheiden. Da ein hoher Anteil der Emissionskosten fixe Kosten darstellt, nimmt mit dem Transaktionsvolumen die relative Höhe der Emissionskosten ab. Insgesamt betragen sie jedoch i.d.R. zwischen 6,5% und 7% des Emissionsvolumens.⁹³⁴ Weitere Kostenunterschiede ergeben sich in der Plazierungweise, da Private Placements wesentlich geringere Kosten verursachen als die ausschließliche Plazierung beim breiten Publikum i.S. eines vollständigen Going Public.

5.2.3.8 Ausschüttungsregelung

Auch die Ausschüttungsregelung reflektiert das den REITs zugrunde liegende Konzept des Investment Conduit, da eine Ausschüttung i.H.v. mindestens 95% des REIT Taxable Income innerhalb eines Jahres zwingend vorausgesetzt wird.⁹³⁵ Das REIT Taxable Income entspricht dem ansonsten zu versteuernden Einkommen, ergänzt um gewisse Korrekturen bzw. Anpassungen, speziell für Veräußerungsgewinne.⁹³⁶ Der Ausschüttungzwang erzeugt bei den börsennotierten REITs einen nachhaltigen Kapitalmarktdruck auf das Management. Folglich ist er von einer nicht zu unterschätzenden Bedeutung für die REIT-Konzeption und dient dem Anlegerschutz sehr wirkungsvoll.

⁹³⁴ Vgl. Hauser, Securitization, S. 29.

⁹³⁵ Greer / Farrell, Investment, S. 438.

⁹³⁶ Siehe dazu Jarchow, REITs, S. 86f.; Robinson, REITs, S. 750; Knight / Knight, Reemerge, S. 42.

5.2.3.9 Anlegerspektrum

Ein REIT muß generell durch die Emission von Beneficial Interests (Trust) oder Transferable Shares (Corporation / Association) nachweisen, daß das Kriterium der Beneficial Ownership erfüllt ist. Damit die Beneficial Ownership nicht nur formell, sondern auch materiell realisiert wird, sind zwei weitere Vorschriften zu beachten.⁹³⁷ Zunächst muß ein REIT für wenigstens 335 Tage des Steuerjahres mindestens 100 Aktionäre haben, um eine breite Mindest-Anteilsstreuung zu gewährleisten.⁹³⁸ Diesbezüglich denkbare Umgehungstatbestände aufgrund von Anlegerkonzentration werden durch die oben bereits erwähnte „Five or Fewer Rule“ unterbunden, nach der in der letzten Hälfte des Steuerjahres maximal 50% der Anteile durch fünf oder weniger Anleger direkt oder indirekt gehalten werden dürfen.⁹³⁹

Dadurch wurde v.a. Pension Funds die Investition in REITs erschwert, da sich durch deren relativ hohe Beteiligungsvolumina eine Gefährdung des REIT-Status ergeben konnte.⁹⁴⁰ Erst durch den Omnibus Reconciliation Act von 1994 wurden Pension Funds von dieser Regelung ausgenommen, d.h. ein Fund, der sich an einem REIT beteiligt, gilt seither nicht mehr als Einzelanleger, sondern als Zusammenschluß seiner Begünstigten.⁹⁴¹ Im Ergebnis wird somit nicht nur eine Beteiligung von Pension Funds ohne Limit möglich, sondern auch eine Gefährdung des Tax-Exempt Status zu ungünsten der übrigen REIT-Anleger ausgeschlossen.⁹⁴²

Bei den Public REITs sind nicht Privatanleger die größte Anlegergruppe, sondern institutionelle Investoren. Dominiert wird der Anlegerkreis von Pension Funds, die mittlerweile mehr als 50% der REIT-Kapitalisierung halten. Zahlreiche Pension Funds haben auch im Rahmen von „Asset for Stock Swaps“ eigene Immobilien

⁹³⁷ Vgl. Robinson, REITs, S. 749.

⁹³⁸ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 697. Nach Knight / Knight (Reemerge, S. 46) wurde diese Regelung durch den TRA '86 für das erste Geschäftsjahr außer Kraft gesetzt, da neu gegründete REITs immer wieder Schwierigkeiten mit der Erfüllung dieser Anforderung hatten.

⁹³⁹ Vgl. Brueggeman / Fisher, Real Estate, S. 697.

⁹⁴⁰ Vgl. o.V., Making, S. 97f.

⁹⁴¹ Die dahinterstehende Überlegung ist im Grunde dieselbe wie bei der Zulassung der Spezialfonds im Rahmen des KAGG (Destinatärtheorie).

⁹⁴² Vgl. Ross / Klein, REITs, S. 41; Black, Renaissance, S. 3.

oder Beteiligungen an Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds in REITs eingebbracht, um im Gegenzug dafür REIT-Aktien zu erhalten.⁹⁴³

„The 1990s brought the realization that all commingled funds, open and closed, were illiquid investments. The lack of an established market or exchange / trading mechanism, depressed and stagnant market conditions, and uncertain investor sentiment continue to hinder the share/unit valuation and redemption processes. Consequently, today's investment managers/advisors and investors are focusing on improving the liquidity of these funds and are engaged in efforts ranging from the establishment of the secondary market to mechanisms for the conversion of existing funds to publicly traded, securitized vehicles.“⁹⁴⁴

Dabei ist hervorzuheben, daß die Pension Funds erst am Anfang dieses Um- schichtungsprozesses stehen, und daß in den nächsten Jahren noch mit er- heblich höheren Mittelzuflüssen zu rechnen ist:

„Pension Funds are realizing that most direct investments in real estate are excessively illiquid and do not yield sufficient returns to offset these shortcomings. As a result, the roughly \$125 billion in public real estate equity will grow by more than \$60 billion in the next three years as currently held direct investments by pension funds are converted into public company shares. In addition, \$60 - \$80 billion of new pension real estate investments will be allocated to publicly traded real estate companies by the year 2000, attracted by their low leverage, low management cost, consistent disclosure, and superior liquidity.“⁹⁴⁵

Daneben sind auch Mutual Funds eine wichtige Anlegergruppe. Abgerundet wird das Spektrum der institutionellen Investoren durch spezielle REIT-Fonds, die als Wertpapierfonds ausschließlich in REITs investieren. Zahlreiche dieser Fonds werden nicht in den USA, sondern im Ausland aufgelegt.⁹⁴⁶

Obwohl Private REITs auf den ersten Blick nur für institutionelle Anleger geeig- net erscheinen, sind oftmals wohlhabende private Investoren beteiligt. Dies gilt insbesondere deshalb, weil die „Five or Fewer Rule“ einzuhalten ist und minde- stens 100 Anleger beteiligt sein müssen. Diese REIT-Private Placements sind insofern sehr flexibel, als sie ihrem Anlegerkreis zwei Exit-Strategien ermögli-

⁹⁴³ Siehe dazu ähnlich Wood, Enhancing Value, S. 40f.

⁹⁴⁴ Del Casino, Portfolio Diversification, S. 925.

⁹⁴⁵ Linneman, Do it, S. 35

⁹⁴⁶ Siehe zu den deutschen REIT-Fonds Kapitel 1.1, S. 1ff., insbesondere Fn. 22, S. 4.

chen: Einerseits das Going Public und andererseits einen Verkauf oder eine Fusion im Rahmen einer M&A-Transaktion.⁹⁴⁷

5.2.3.10 Anlegervolumina

Wie die Ausführungen zum Anlegerspektrum zeigten, zeichnen sich sowohl die Private REITs als auch die Public REITs durch ein breites Anlegerspektrum aus. Dabei ist jedoch zu betonen, daß für Private REITs zunehmend ein Börsengang zu einem späteren Zeitpunkt vorgesehen wird, um durch die Börsennotierung Liquidität zu gewährleisten. Dabei führen die Kosten des Going Public dazu, daß eine ausreichende Größe gewährleistet ist.

Bei börsennotierten REITs ist die Höhe der Kapitalisierung und der Grad der Anteilstreuung ausschlaggebend für die potentiellen Beteiligungsvolumina. Dies spiegelt sich darin wider, daß bestimmte institutionelle Anleger nicht in REITs mit einer Kapitalisierung unter \$500 Mio. oder \$1 Mrd. investieren, da sie bei diesen „kleinen“ REITs durch ihre meist großvolumigen Engagements den Kurs beeinflussen würden. Nicht zuletzt deshalb fällt großen REITs die Eigenkapitalbeschaffung merklich leichter, was einen wichtigen Faktor für den Konsolidierungsprozeß innerhalb der REIT-Branche darstellen dürfte.

„By the year 2000 there will be at least twice as many assets owned by public real estate companies, representing an equity value of \$300 billion. The most successful public companies will resemble their successful, large counterparts. The largest will have asset values of \$20-\$40 billion, with market shares approaching 10 percent. (...) the most successful publicly traded real estate companies will be those who maintain relatively low debt levels and focus on 'grinding out' a greater operating margin on an ever growing asset base. This focus on operating margins will drive consolidation as firms seek to reduce their overhead and capital costs, and realize scale economies. The focus on operating margins will squeeze out many smaller, less efficient operators.“⁹⁴⁸

Die so entstehenden REITs dürften Aktionärsstrukturen aufweisen, die bezüglich der Anlagevolumina denen großer Unternehmen entsprechen.

⁹⁴⁷ Vgl. Wood, Enhancing Value, S. 40.

⁹⁴⁸ Linneman, Do It, S. 35.

5.3 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

5.3.1 Regulierungsansatz für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf Basis der Investmentaktiengesellschaften

5.3.1.1 Regulierung der Investmentaktiengesellschaften

Der Gesetzgeber begründet die Zulassung von Investmentaktiengesellschaften im Rahmen der KAGG-Novelle '98 mit mehreren Zielsetzungen:⁹⁴⁹

Im Hinblick auf die potentielle Nachfrage soll sie dazu beitragen, „die private Ersparniskapitalbildung im Wege einer mittelbaren Anlage in Risikokapital vermehrt in Unternehmensbeteiligungen zu lenken und damit die Position der Nachfrager nach Venture-Capital zu verbessern.“⁹⁵⁰ Hinsichtlich des potentiellen Angebots verspricht sich der Gesetzgeber eine deutliche Erweiterung der Fondspalette um einen international etablierten Fondstyp.⁹⁵¹ In diesem Zusammenhang verweist er u.a. auf die Sociétés d'Investissement (Frankreich), die Investment Trusts (Großbritannien), die Sociétés d'Investissement à capital fixe (Luxemburg) in Europa, sowie die Diversified Closed-End Companies, die Non-diversified Closed-End Companies und die Unit Investment Trusts in den USA. Außerdem erhofft er sich durch die Börsennotierung der Investmentaktiengesellschaften eine Steigerung des Börsenhandels.

Besonders hervorzuheben ist jedoch der Wunsch, zu einer Belebung der Wettbewerbssituation innerhalb der Investmentbranche beizutragen. Diese Änderung der Konkurrenzsituation wird dadurch forciert, daß Investmentaktiengesellschaften aufgrund der Börsennotierung im Gegensatz zu Kapitalanlagegesellschaften nicht auf ein umfassendes Vertriebsnetz zur Ausgabe bzw. Rücknahme der Anteile angewiesen sind, um ein breites Publikum ansprechen zu können. Als potentielle Gewinner der Beseitigung dieser massiven Markteintrittsbarriere des deutschen Investmentmarkts nennt der Gesetzgeber die Bör-

⁹⁴⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 61f.

⁹⁵⁰ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 62.

⁹⁵¹ Vgl. hierzu und zum folgenden Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 62.

senmakler, denen er die Weiterentwicklung zu Wertpapierhandelshäusern zutraut. Nicht genannt werden die potentiellen ausländischen Anbieter, wie bspw. Investmentbanken und Fondsmanagementgesellschaften, die sich ebenfalls zu ernsten Konkurrenten entwickeln könnten. Insofern könnte die Zulassung der Investmentaktiengesellschaften bei entsprechenden Vermarktungserfolgen dazu führen, daß die inländischen Geschäftsbanken Marktanteile im Investmentgeschäft verlieren.

Vielleicht lehnte aus diesem Grund der BVI⁹⁵² als Lobbyistenverband der Kapitalanlagegesellschaften die Integration der Investmentaktiengesellschaften in das KAGG von vornherein ab.⁹⁵³ Diese Haltung ist insofern unverständlich, als der Gesellschaftstyp eigentlich das klassische Medium zur Realisierung der Investmentidee darstellt.⁹⁵⁴ Dennoch wird in Veröffentlichungen seitens des BVI das damit verbundene Preisrisiko mit Hinweis auf die eher risikoscheue Anlegermentalität der Deutschen negativ in den Vordergrund gestellt:

„Bei Investment-Aktiengesellschaften erfolgt die Preisbildung nicht mehr aufgrund des Inventarwertes, sondern nach dem Prinzip von Angebot und Nachfrage über die Börse. Erfahrungen aus den Ausland zeigen, daß dies zu Abschlägen von bis zu 20% gegenüber dem Inventarwert führen kann. Es dürfte deutschen Anlegern schwer zu vermitteln sein, daß die Aktie eines neu aufgelegten Fonds, den sie zu 100% gekauft haben danach nur mit einem Abschlag von 20% auf den echten Wert zu veräußern ist.“⁹⁵⁵

⁹⁵² Siehe zu dessen Entstehung und Entwicklung BVI, 25 Jahre, S. 1ff.

⁹⁵³ Bezeichnend dazu BVI, Investment 96, S. 22: „Der BVI hat sich eingehend mit diesem Thema befaßt. Das Ergebnis: Die Integration von geschlossenen Fonds paßt nicht in das System des KAGG. Geschlossene börsennotierte Investment-Gesellschaften sind zur Erreichung der damit angestrebten politischen Ziele nicht notwendig. Es besteht die Gefahr, daß das Gütesiegel 'deutscher Investmentfonds' durch die Einführung geschlossener Investmentfonds in das deutsche Gesetz Schaden nimmt. Hinzu kommt, daß dieser Fondstyp als vermögenspolitisches Instrument ebenfalls nicht erforderlich ist. Die erwähnten wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen der Bundesregierung lassen sich dagegen mit Unternehmensbeteiligungsgesellschaften eindeutig besser erreichen als mit geschlossenem Wertpapierfonds in der Rechtsform der Aktiengesellschaft, wenn hierzu geeignete rechtliche Rahmenbedingungen geschaffen werden.“

⁹⁵⁴ Siehe dazu Kapitel 2.1.1, S. 11ff.

⁹⁵⁵ Raab, Freiraum, S. 32.

Daß dieselbe Aktie aber u.U. auch mit einem Premium von 20% gehandelt wird, weil das Fondsmanagement durch den Aufbau eines entsprechenden Portfolios eine positive Wertschöpfung erzielt hat, wird bewußt verschwiegen. Zudem ist die BVI-Argumentation gegen die Aktie als Anlagemedium für das Investmentgeschäft insofern nicht nachvollziehbar, als der BVI eine seiner Hauptaufgaben in der Förderung der Kapitalanlage in Aktien sieht. Diese Widersprüche in der Argumentation lassen darauf schließen, daß die Deregulierungsziele des Gesetzgebers deshalb nicht geteilt werden, weil Eigeninteressen der Kapitalanlagegesellschaften und deren Depotbanken dagegen stehen.

Allerdings haben mittlerweile einzelne Geschäftsführer von Kapitalanlagegesellschaften „eine Lanze für geschlossene Fonds in der Form von Aktiengesellschaften“⁹⁵⁶ gebrochen. Als potentielle Zielgruppen werden vor allem vermögende Privatanleger und institutionelle Investoren ins Auge gefaßt.⁹⁵⁷

Die Zulassung der Investmentaktiengesellschaften wurde formell durch die Einführung des Zweiten Kapitels in das KAGG vollzogen, das die §§ 51 - 67 KAGG umfaßt. Dieses Kapitel besteht aus einem ersten Abschnitt mit den Allgemeinen Vorschriften und einem zweitem Abschnitt mit konkreten Vorschriften zur Geschäftstätigkeit (Abbildung 75).⁹⁵⁸

Der satzungsmäßig festgelegte Geschäftszweck einer Investmentaktiengesellschaft muß in der Anlage und Verwaltung ihrer Mittel in Wertpapieren oder in Wertpapieren und Beteiligungen nach dem Grundsatz der Risikomischung bestehen (§ 51 Abs. 3 S. 1 KAGG). Der Beteiligungsanteil darf nach § 58 Abs. 2 KAGG zum Erwerbszeitpunkt maximal 50% des Eigenkapitals betragen. Insofern bietet sich eine Unterscheidung in Wertpapier-Investmentaktiengesellschaften, die ausschließlich in Wertpapieren anlegen, und Wertpapier- und Beteiligungs-Investmentaktiengesellschaften, die zusätzlich in Beteiligungen investieren, an.

⁹⁵⁶ o.V., Kritik, S. 29.

⁹⁵⁷ Vgl. o.V., Kritik, S. 29.

⁹⁵⁸ Dieser zweite Abschnitt ist in vier Unterabschnitte unterteilt, die den Geschäftskreis (§§ 55 - 60 KAGG), das Öffentliche Angebot der Aktien (§§ 61 - 63 KAGG), den Aktienrückkauf und Kapitalerhöhungen (§§ 64 - 65 KAGG) sowie die Rechnungslegung (§§ 66 - 67 KAGG) regeln.

KAGG-Regelung vor der Novelle '98	KAGG-Regelung nach der Novelle '98
1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7)	<u>1. Kap.: Kapitalanlagegesellschaften (§§ 1-50d)</u>
2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d)	1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7)
3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25)	2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d)
4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25)	3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25)
5. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37)	4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25)
6. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50)	5. Ab.: Bes. Vor. für Investmentfondsanteil-SV (§§ 25k-25m)
7. Ab.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 50a-55)	6. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37)
	7. Ab.: Bes. Vor. für Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-SV (§§ 37a-37g)
	8. Ab.: Bes. Vor. für Altersvors.-SV (§§ 37h-37m)
	9. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50d)
	<u>2. Kap.: Investmentaktiengesellschaften (§§ 51-67)</u>
	1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 51-54)
	2. Ab.: Vorschriften über die Tätigkeit von Investmentaktiengesellschaften (§§ 55-67)
	<u>3. Kap.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 68-71)</u>

Abbildung 75: Regulierung der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98

Um Überschneidungen zu vermeiden, verweist die Regulierung der Investmentaktiengesellschaften auf zahlreiche Regelungen der Kapitalanlagegesellschaften bzw. der Offenen Fonds. Daher ergeben sich hinsichtlich der Regulierung, der Konzeption und des Anlagespektrums viele Gemeinsamkeiten mit den Kapitalanlagegesellschaften bzw. den Sondervermögen. So gelten für den Erwerb von Wertpapieren im wesentlichen die Vorschriften der Wertpapier-Sondervermögen, während für Beteiligungen weitgehend die Vorschriften für Beteiligungs-Sondervermögen anzuwenden sind.⁹⁵⁹

⁹⁵⁹ Vgl. Pötzsch, Diskussionsentwurf, S. 201.

5.3.1.2 Regulierungsidee für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Die Hauptargumente für eine potentielle KAGG-Integration von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als REIT-Pendant ergeben sich aus den konstruktionsbedingten Problemen der Offenen Immobilienfonds und den daraus resultierenden Einschränkungen bei der Realisierung der Investmentidee:

- Durch die eingangs erstellte Analyse der Regulierung, Konzeption und des Fondsangebots der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zur Regulierung, Konzeption und zum Fondsangebot der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften konnte aufgezeigt werden, daß sich der Vertragstyp nur beschränkt für die Umsetzung der Investmentidee im Immobilienbereich eignet. Die Ursache liegt darin, daß sich wegen der Rückgabe- und Bewertungsproblematik Offene Publikumsfonds praktisch nur als breit diversifizierte Standardfonds umsetzen lassen. Somit ist es Anlegern nicht möglich, gezielt in bestimmte Immobilienmarktsegmente zu investieren.
- Anhand der darauf folgenden Analyse der Auswirkungen der KAGG-Novelle '98 konnte verdeutlicht werden, daß die Umsetzung der Investmentidee bei den Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften durch die Änderungen und Ergänzungen des Fondsangebots voraussichtlich weiter verbessert wird. Dagegen sind diesbezüglich bei den Offenen Immobilienfonds nur relativ geringfügige Verbesserungen zu erwarten. Dabei ist hervorzuheben, daß selbst eine konsequente Deregulierung der Offenen Immobilienfonds nicht zu Verbesserungen führen könnte, da diese selbst dann - wegen der Rückgabe-problematik - auch weiterhin nur als Standardfonds realisierbar wären.
- Im Gegensatz dazu konnte durch die vorangegangene Analyse der Regulierung, Konzeption und des Fondsangebots der REITs belegt werden, daß sich der Gesellschaftstyp besser für die Umsetzung der Investmentidee im Immobilienbereich zu eignen scheint. Ausschlaggebend dafür ist die Management- und Bewertungsproblematik, die dazu führt, daß von Seiten des Kapitalmarktes ein Druck zur Anlagefokussierung ausgeübt wird. Daher ist es Anlegern möglich, durch REITs gezielt in bestimmte Segmente des Immobilienmarktes zu investieren.

Daraus läßt sich ableiten, daß eine KAGG-Regulierung eines REIT-Pendants hinsichtlich der potentiellen Nachfrage dazu beitragen könnte, neue Anlegerkreise für das Investmentgeschäft zu gewinnen. In bezug auf das potentielle Angebot würde der für das Grundstücks-Investment international etablierte Fondstyp im KAGG verankert. Als Beispiel wären neben den REITs die börsennotierten Closed End Immobilien-AGs in den Niederlanden,⁹⁶⁰ die britischen Property Companies⁹⁶¹ und die französischen Sociétés Civiles de Placements Immobiliers (SCPIs)⁹⁶² zu nennen. Diese Anpassung des Investmentrechts an internationale Standards erscheint besonders wichtig:

„Offene Immobilienfonds sind an sich eine sonderbare Konstruktion, eine Schweizer Erfindung, die sonst in dieser Form nirgends zu finden ist. Die gewaltige Transformation von langfristigen Sachanlagen in täglich verfügbares Geld ist bei den Aufsichtsbehörden dieser Welt meistens auf Unverständnis getroffen. Kein Wunder, daß ein europäischer Binnenmarkt für den Vertrieb der Fondsanteile nicht existiert.“⁹⁶³

Ein weiterer Grund für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants ergibt sich daraus, daß bei einer entsprechenden Umsetzung ein neues Segment am Aktienmarkt entstehen würde, was wiederum zur Stärkung des Börsenhandels und des Finanzplatzes beitragen würde. Es würde sich somit um Finanzmarktförderung im reinsten Sinne handeln.

Besonders hervorzuheben ist aber, daß sich die Situation potentieller Anleger nachhaltig verbessern ließe, da neben den Geschlossenen und Offenen Immobilienfonds sowie den bestehenden Immo-AGs mit den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften eine vierte Anlagealternative bereitgestellt werden könnte. Dies könnte zu einer Belebung der Wettbewerbssituation beitragen.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, daß sich die Ziele der Gesetzgeber bei der Regulierung der Offenen Immobilienfonds und bei der der REITs weitgehend entsprochen haben, denn grundlegende Unterschiede sind eigentlich

⁹⁶⁰ Siehe dazu Schlag, Innovative Formen, S. 162ff.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 67.

⁹⁶¹ Siehe dazu Scharpennack / Nack / Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 663f.

⁹⁶² Siehe dazu Schlag, Innovative Formen, S. 162ff.; Schulte et al., Betrachtungsgegenstand, S. 67f.

⁹⁶³ o.V., Offene Kritik, S. 419.

nur hinsichtlich der Einbindung in das Rechtssystem, dem Regulierungsprocedere, der Rechtsform und der Regelung des Anlagespektrums festzustellen.

Daran wird deutlich, daß Offene Immobilienfonds und REITs lediglich zwei unterschiedliche Anlagemedien zur Erreichung der gleichen Ziele sind. Vor diesem Hintergrund erscheint die KAGG-Integration eines REIT-Pendants vertretbar und sinnvoll. Dazu wird anschließend ein Vorschlag in Form von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften entworfen, dessen formelle Umsetzung durch die in Abbildung 76 dargestellten Ergänzungen denkbar wäre.

In Anlehnung an die Vorgehensweise bei der Integration der Offenen Immobilienfonds würde sich anbieten, in dem neuen zweiten Kapitel des KAGG einen weiteren Abschnitt einzufügen, der Besondere Vorschriften für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften enthält. Zudem erscheint es unerlässlich, durch einen zusätzlichen Abschnitt mit steuerrechtlichen Vorschriften die Umsetzung des Transparencyprinzips zu gewährleisten und so die Chancengleichheit zwischen den Offenen und Geschlossenen Investmentfonds herzustellen.

KAGG-Regelung nach der Novelle '98	Potentielle KAGG-Regelung der GIAGs
<u>1. Kap.: Kapitalanlagegesellschaften (§§ 1-50d)</u> 1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7) 2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d) 3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25) 4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25) 5. Ab.: Bes. Vor. für Investmentfondsanteil-SV (§§ 25k-25m) 6. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37) 7. Ab.: Bes. Vor. für Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-SV (§§ 37a-37g) 8. Ab.: Bes. Vor. für Altersvors.-SV (§§ 37h-37m) 9. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50d)	<u>1. Kap.: Kapitalanlagegesellschaften (§§ 1-50d)</u> 1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 1-7) 2. Ab.: Bes. Vor. für Geldmarkt-SV (§§ 7a-7d) 3. Ab.: Bes. Vor. für Wertpapier-SV (§§ 8-25) 4. Ab.: Bes. Vor. für Beteiligungs-SV (§§ 25a-25) 5. Ab.: Bes. Vor. für Investmentfondsanteil-SV (§§ 25k-25m) 6. Ab.: Bes. Vor. für Grundstücks-SV (§§ 26-37) 7. Ab.: Bes. Vor. für Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-SV (§§ 37a-37g) 8. Ab.: Bes. Vor. für Altersvors.-SV (§§ 37h-37m) 9. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften (§§ 37a-50d)
<u>2. Kap.: Investmentaktiengesellschaften (§§ 51-67)</u> 1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 51-54) 2. Ab.: Vorschriften über die Tätigkeit von Investmentaktiengesellschaften (§§ 55-67)	<u>2. Kap.: Investmentaktiengesellschaften (§§ 51-67)</u> 1. Ab.: Allg. Vorschriften (§§ 51-54) 2. Ab.: Vorschriften über die Tätigkeit von Investmentaktiengesellschaften (§§ 55-67) 3. Ab.: Vorschriften über die Tätigkeiten von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften 4. Ab.: Steuerrechtliche Vorschriften
<u>3. Kap.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 68-71)</u>	<u>3. Kap.: Bußgeld-, Übergangs- und Schlußvorschriften (§§ 68-71)</u>

Abbildung 76: Übersicht der Regulierungsidee für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

5.3.2 Konzeptionsansatz für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf Basis der Investmentaktiengesellschaften

5.3.2.1 Übersicht

5.3.2.1.1 Konzeption der Investmentaktiengesellschaft

Bei Investmentaktiengesellschaften ist die Trennung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Sondervermögen aufgehoben. Dagegen hat der Gesetzgeber die Depotbank aus der Konzeption der Kapitalanlagegesellschaften übernommen (Abbildung 77).

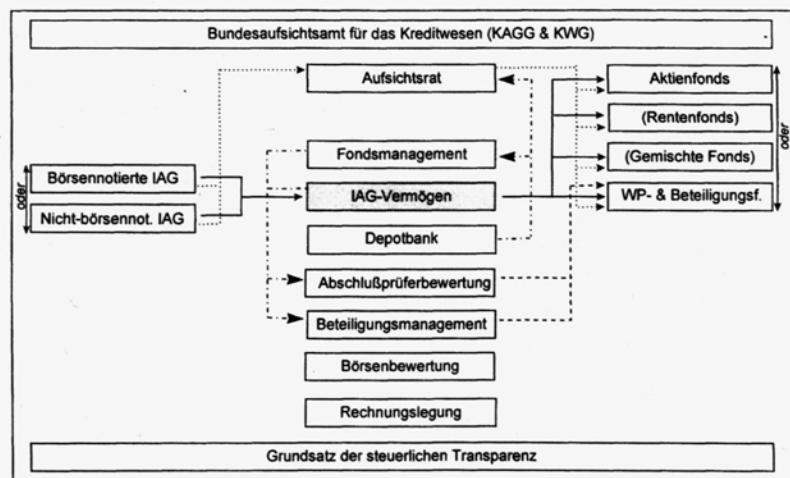


Abbildung 77: Konzeption der Investmentaktiengesellschaften durch die KAGG-Novelle '98.

Zudem ist im Falle des Erwerbs von Beteiligungen für deren Bewertung ein Abschlußprüfer hinzuzuziehen und die Einrichtung eines eigenen Beteiligungsmagements zu erwarten. Da Investmentaktiengesellschaften im Gegensatz zu den Kapitalanlagegesellschaften nur ihr eigenes Gesellschaftsvermögen verwalten, dürfte sich die Einrichtung von Anlageausschüssen erübrigen, da deren Aufgaben durch den Aufsichtsrat wahrgenommen werden können.

5.3.2.1.2 Konzeptionsidee der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Im Sinne der Rechtssystematik erscheint es sinnvoll, daß die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften rechtlich so weit wie möglich den Investmentaktiengesellschaften entsprechen. Daher dient deren Konzeption als Ausgangsbasis, die den Besonderheiten des Grundstücksinvestments anzupassen ist. Die erforderlichen Modifikationen werden aus den rechtlichen Besonderheiten der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und den wirtschaftlichen Charakteristika der REITs abgeleitet (Abbildung 78).

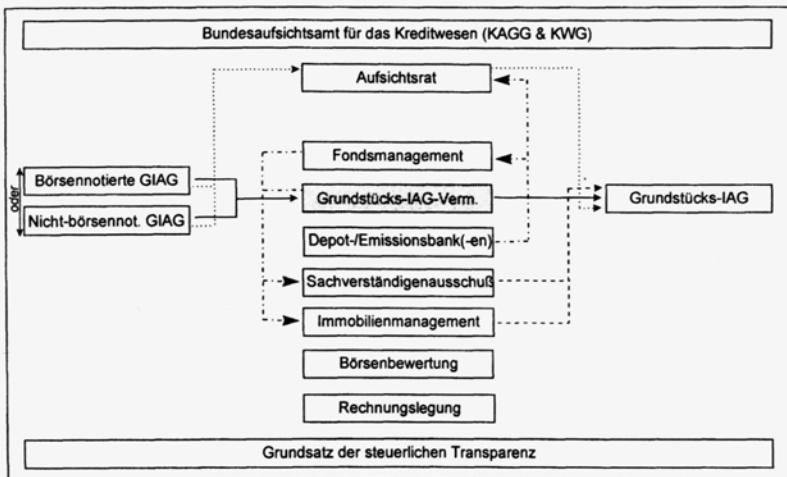


Abbildung 78: Konzeptionsidee der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Von den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften werden bestimmte Anforderungen an die Depotbank übernommen, um ein vergleichbares Maß an Anlegerschutz zu gewährleisten. Außerdem ist ein Sachverständigenausschuß unerlässlich, da zahlreiche Anlagevorschriften auf die Anteile am Fonds volumen Bezug nehmen. Dagegen ergeben sich in bezug auf die konzeptionellen Anforderungen an den Aufsichtsrat, das Fondsmanagement und das Immobilienmanagement sowie hinsichtlich der Börsenbewertung und der Rechnungslegung zahlreiche Ähnlichkeiten zu den REITs.

5.3.2.2 Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen

5.3.2.2.1 Investmentaktiengesellschaften

Die Geschäftstätigkeit der Investmentaktiengesellschaften ist weder als Bankgeschäft gemäß § 1 Abs. 1 S. 2 KWG bzw. § 1 KAGG noch als Finanzdienstleistung gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 KWG zu qualifizieren, da sie ausschließlich eigenes Vermögen anlegen.⁹⁶⁴ Dennoch verfügte der Gesetzgeber, daß Investmentaktiengesellschaften ebenfalls der Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb durch das BAKred bedürfen (§ 51 Abs. 1 KAGG), da „die Anteilseigner eines geschlossenen Fonds (...) nicht weniger schutzbedürftig als die eines offenen Fonds“⁹⁶⁵ sind.

5.3.2.2.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Auch die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften sollten der Aufsicht des BAKred unterworfen werden, um eine Vereinheitlichung des Anlegerschutzes sicherzustellen. Allerdings müßten Sonderregelungen getroffen werden, die es etablierten Immobilienunternehmen ermöglichen, ihre Rechtsform bei Erfüllung der Anforderungen ohne größere rechtliche Probleme zu wechseln, damit eben nicht nur „Bankentöchter“ zugelassen werden. Auch ähnliche - außerhalb des KAGG neu formierte Gesellschaften - müßten bei Erfüllung sämtlicher Voraussetzungen relativ leicht in die vorgeschlagene Rechtsform der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft wechseln können. In beiden Fällen bietet sich die Rechtsform der herkömmlichen AG für die Übergangsphase an.

Eine derart flexible Regulierung dürfte als elementare Voraussetzung für die Marktakzeptanz seitens der potentiellen Initiatoren anzusehen sein. Zusätzlich ist zu bedenken, daß sich eine flexible Handhabung der Möglichkeit zum Rechtsformwechsel positiv auf das Pricing auswirken sollte. Schließlich können nur etablierte Gesellschaften einen entsprechenden Track Record nachweisen, der ein sehr wichtiges Bewertungskriterium darstellt.

⁹⁶⁴ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 126.

⁹⁶⁵ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 126.

5.3.2.3 Aufsichtsrat

5.3.2.3.1 Investmentaktiengesellschaften

Bei Investmentaktiengesellschaften ist ein Aufsichtsrat obligatorisch, dessen Anforderungsprofil sich an dem der Kapitalanlagegesellschaften orientiert (§ 52 KAGG).⁹⁶⁶ Entsprechend den Erfahrungen mit deren Funktion bei Publikums- und Spezialfonds dürften sich zwei Mitsprachevarianten ergeben.⁹⁶⁷ Falls institutionelle Investoren maßgeblich beteiligt wären, würden diese vermutlich Mandate fordern (Spezialfonds-Lösung). Dagegen wäre bei breitem Publikumsbesitz anzunehmen, daß der Aufsichtsrat überwiegend mit Vertretern aus dem Umfeld der Depotbank besetzt sein wird (Publikumsfonds-Lösung). Falls auch in Beteiligungen investiert wird, sollten Experten mit entsprechenden Fachkenntnissen in der Beteiligungsfinanzierung im Aufsichtsrat repräsentiert sein, um eine wirkungsvolle Kontrolle der Beteiligungspolitik zu gewährleisten.

5.3.2.3.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Die Rolle des Aufsichtsrats wäre bei dem unterbreiteten Vorschlag für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wegen der Managementproblematik⁹⁶⁸ des Grundstücks-Investment vergleichsweise wichtig einzuschätzen.

In bezug auf das Qualifikationsmerkmal Fachkenntnisse ergibt sich eine Sondersituation, da die Zusammensetzung des Aufsichtsrats nicht nur den Spezifika des Grundstücks-Investment gerecht werden sollte, sondern v.a. der jeweiligen Anlagestrategie. Eine steigende Anlagefokussierung sollte daher durch eine zunehmende Aufsichtsratsspezialisierung reflektiert werden. Wird bspw. ausschließlich in Hotels oder lediglich in Großbritannien investiert, dann sollten auch erfahrene Hotelspezialisten (Hotelmanager, -developer, oder -financiers) oder englische Immobilienexperten (bspw. Chartered Surveyors) im Aufsichtsrat vertreten sein, um die Wah-

⁹⁶⁶ Siehe hierzu Kapitel 3.2.2.3, S. 91f.

⁹⁶⁷ Siehe hierzu Kapitel 3.2.2.8, S. 98.

⁹⁶⁸ Siehe hierzu Kapitel 2.3.2.4, S. 54f.

rung der Anlegerinteressen gewährleisten zu können.⁹⁶⁹ Neben Vertretern der Immobilien- und Finanzwirtschaft können aber auch Aufsichtsräte aus anderen Branchen wertvolle Erfahrungen einbringen. Vermutlich würden sich auch hier die bereits oben angesprochenen Varianten der Corporate Governance ergeben, denn falls Investoren mit größeren Anteilen beteiligt sind, würden diese sicher Aufsichtsratsmandate fordern, um eine direkte Kontrolle ausüben zu können. Dagegen käme bei Streubesitz v.a. Immobilienexperten und Bankern die größte Bedeutung zu.

Da sich die Aufgaben des Aufsichtsrats wegen des Trennungsprinzips im Gegensatz zu den Boards bei REITs auf die Kontrolle beschränken müssten, läge eine klare Ausgliederung des Fondsmanagements an den Vorstand vor. Dennoch könnte sich ein entsprechend qualifizierter Aufsichtsrat, der zur Umsetzung unternehmerischer Erfolgsstrategien (wie anlegerorientiertem Finanzmanagement, transparenter Informationspolitik und wirkungsvoller Unternehmensaufsicht) aktiv beiträgt,⁹⁷⁰ einen nachhaltigen Einfluß auf das Fondsmanagement ausüben. Dies dürfte sich wiederum beim Pricing in Premiums niederschlagen und vice versa. Aus diesen Gründen dürfte dem Qualifikationshintergrund und der Rolleninterpretation des Aufsichtsrates eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zukommen.

5.3.2.4 Fondsmanagement

5.3.2.4.1 Investmentaktiengesellschaften

Da eine Investmentaktiengesellschaft nur ihr eigenes Vermögen verwaltet, ergibt sich hinsichtlich des Fondsmanagements eine ähnliche Situation wie bei Kapitalanlagegesellschaften mit einem einzigen Fonds. Daher dürfte das Fondsmanagement voraussichtlich durch die Geschäftsführung selbst wahrgenommen werden. Diese Tätigkeit würde bei einer Ausgestaltung als Wertpapier-Investmentaktiengesellschaft in hohem Maße der bei Wertpapier-Sondervermögen entsprechen. Falls Beteiligungen erworben werden sollen, wären

⁹⁶⁹ Ergänzend wäre bei einem hohen Spezialisierungsgrad auch die Einrichtung eines zusätzlichen Anlageausschusses denkbar.

⁹⁷⁰ Siehe dazu die allgemeinen Ausführungen bei Achleitner / Achleitner, Ansatzpunkte, S. 10ff.

im Interesse der Anleger umfassende Kenntnisse in der Beteiligungsfinanzierung für ein erfolgreiches Fondsmanagement erforderlich, d.h. das BAKred dürfte daher von der Geschäftsführung adäquate Qualifikationen⁹⁷¹ fordern.⁹⁷²

5.3.2.4.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Bei den vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften würde das Fondsmanagement den Vorständen obliegen, wobei hinsichtlich der fachlichen Eignung wiederum der Anlagefokus eine große Rolle spielen würde. Wie beim Aufsichtsrat sollte sich ein zunehmender Spezialisierungsgrad der Anlagepolitik in einer entsprechenden Qualifikation des Fondsmanagements widerspiegeln. Das Anforderungsprofil an das Fondsmanagement ließe sich daher im Gegensatz zur Genehmigungspraxis des BAKred bei den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften⁹⁷³ nicht verallgemeinern, da die Anlagestrategie die Qualifikationsanforderungen definieren würde. Daher wären Einzelfallentscheidungen zu treffen.

Unter Bezugnahme auf die beiden Managementkonzeptionen der REITs wäre auch bei den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften sowohl eine Advisory als auch eine Self-Administered Konzeption denkbar.⁹⁷⁴

Im ersten Fall kämen für die Rolle als Advisors Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften in Frage, deren Geschäftsführer gleichzeitig als Vorstände einer

⁹⁷¹ Siehe dazu Kapitel 3.3.2.4, S. 135.

⁹⁷² Als Alternative zum „Eigenmanagement“ wäre auch denkbar, daß Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften als Initiatoren von Investmentaktiengesellschaften auftreten und deren Geschäftsführer die Vorstandspositionen in Personalunion übernehmen. Die daraus resultierenden Überschneidungen in der Geschäftstätigkeit wären jedoch nur als unproblematisch zu beurteilen, sofern eine klare Trennung der Verwaltungskosten zwischen den einzelnen Vermögen gesichert wäre, d.h. die Investmentaktiengesellschaften müßten ähnlich wie die Sondervermögen behandelt werden. Allerdings stellt sich die Frage, ob die Geschäftsführung einer traditionellen Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft bei Beteiligungseingagements die Qualifikationsanforderungen des BAKred erfüllen würde. Da sich deren traditionelles Fondsangebot sehr von innovativen Risikokapitalfinanzierungen unterscheidet, erscheint das „Fremdmanagement“ einer Investmentaktiengesellschaft durch eine Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaft nur dann sinnvoll, wenn die Anlagetätigkeit auf Wertpapiere beschränkt würde. Dies bedeutet jedoch, daß diese Organisationsform dem eigentlichen Ziel des Gesetzgebers, durch die Investmentaktiengesellschaften zur Bereitstellung von Risikokapital beizutragen, nicht entgegenkommen würde.

⁹⁷³ Siehe dazu Kapitel 3.3.2.5, S.135.

⁹⁷⁴ Siehe dazu Kapitel 5.2.2.4, S. 236ff.

Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft tätig wären. Dies erscheint v.a. dann sinnvoll, wenn die Anlagepolitik weitgehend der von Offenen Immobilienfonds entsprechen würde, d.h. wenn keine Fokussierung angestrebt wird. Würde bspw. eine Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft, die einen europäisch ausgerichteten Offenen Immobilienfonds verwaltet, parallel dazu eine Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft mit adäquater Anlagepolitik aufbauen, dürfte die Qualifikation voll gewährleistet sein. Allerdings wäre dies nach den Erfahrungen mit dem REIT-Pricing aus mehreren Gründen als problematisch zu beurteilen, da die fehlende Insider-Ownership, die inhärenten Interessenkonflikte⁹⁷⁵ und evtl. überhöhte Overhead Costs zu Discounts bei der Börsenbewertung führen könnten. Diese Problematik ließe sich nur dadurch überwinden, daß bspw. die Depotbank als Mutter der Kapitalanlagegesellschaft als Mitgesellschafter auftritt und / oder die Geschäftsführer sich persönlich im kleinen Rahmen daran beteiligen (Insider Ownership), ein „Einkaufsvor Kaufsrecht“ für die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft vertraglich festgelegt (Interessenkonflikte) und die Vergütung erfolgsabhängig ausgestaltet wird (Overhead Costs). Eine derartige Ausgestaltung dürfte das Pricing insgesamt begünstigen und könnte ggf. ein Premium rechtfertigen.

Im Gegensatz dazu erscheint die Self-Administered Konzeption aus organisatorischer Sicht erfolgversprechender, da viele Probleme von vornherein ausgeschaltet werden würden. Die Vorteilhaftigkeit dürfte mit zunehmendem Spezialisierungsgrad ansteigen. Dies gilt insbesondere in bezug auf die Schaffung von Franchise Value, der v.a. durch die Qualität des Fondsmanagements beeinflußt wird. Im Idealfall wäre das Fondsmanagement direkt an der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft beteiligt, um Principal Agent Konflikte weitgehend auszuschalten. Alternativ kämen auch die bei den REITs bewährten erfolgsabhängigen Vergütungssysteme in Betracht. Insofern ergäbe sich eine ganz neue Facette des Investmentgeschäfts, da Anlegerschutz nicht nur durch investmentrechtliche Vorschriften gewährleistet wäre, sondern durch die konzeptionell bzw. materiell bedingte Interessenidentität zwischen Fondsmanagement und Anlegern. Nicht zuletzt dadurch ließe sich die Reduktion investmentrecht-

⁹⁷⁵ Siehe dazu Kapitel 4.3.2, S. 203ff.

licher Restriktionen rechtfertigen, wobei die oben angesprochene Möglichkeit des Rechtsformwechsels an erster Stelle steht.

5.3.2.5 Gesellschaftsvermögen

5.3.2.5.1 Investmentaktiengesellschaft

Die Aktien müssen als Inhaberaktien emittiert werden, volles Stimmrecht gewähren und denselben Anteil am Grundkapital verkörpern (§ 51 Abs. 2 KAGG). Dadurch gewährleistet der Gesetzgeber eine Vereinheitlichung des Aktienbestandes und somit eine Erhöhung der Fungibilität.

Die Erteilung der Erlaubnis durch das BAKred wird durch § 51 Abs. 5 KAGG an folgende fünf Voraussetzungen geknüpft: Grundkapital i.H.v. mindestens DM 2 Mio., Gesellschafts- und Geschäftsleitungssitz im Inland, zuverlässige Geschäftsführer mit entsprechender fachlicher Eignung, satzungsgemäße Beschränkung der Geschäftstätigkeit und Bestellung einer Depotbank. Falls das Anfangskapital unter den Mindestbetrag von DM 2 Mio. sinkt, ist gemäß § 51 Abs. 5 S. 2 KAGG sowohl das BAKred als auch die Deutsche Bundesbank sofort zu informieren, „damit ggf. rechtzeitig bankaufsichtliche Maßnahmen getroffen werden können.“⁹⁷⁶ Will eine Investmentaktiengesellschaft ihren Geschäftszweck vom Investmentgeschäft auf eine andere Unternehmensaktivität verlagern, kann sie jederzeit auf die Erlaubnis verzichten, indem sie in ihrer Satzung den Geschäftszweck ändert (§ 51 Abs. 7 KAGG).

Der Geschäftszweck einer Investmentaktiengesellschaft muß per Satzung auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren oder in Wertpapieren und stillen Beteiligungen (nach § 230 HGB) beschränkt sein. Das Geschäftsziel darf einzig und allein darin bestehen, ihre Aktionäre am Gewinn aus der Verwaltung des Vermögens zu beteiligen (§ 51 Abs. 3 S. 1 KAGG). Satzungsänderungen erfordern durch den Verweis auf § 179 Abs. 2 S. 2 AktG die Zustimmung von mindestens 75% des bei Beschußfassung vertretenen Kapitals (§ 51 Abs. 3 S. 2 KAGG).

⁹⁷⁶ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 126.

Nach § 55 Abs. 1 S. 1 KAGG sind folgende Vorschriften des KAGG betreffend die Wertpapier- und Beteiligungs-Sondervermögen auf die Tätigkeit der Investmentaktiengesellschaft sinngemäß anzuwenden:⁹⁷⁷

- zulässige Anlagewerte und -grenzen
- Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten
- Anzeigepflichten
- Abschluß von Wertpapierdarlehen und -pensionsgeschäften
- Aufgabengebiete der Depotbank
- Mindestinhalt des Verkaufsprospekts
- Bewertung der stillen Beteiligungen
- Befugnisse des BAKred

Durch diese Anlehnung an die Regulierung der Wertpapier- bzw. Beteiligungs-Sondervermögen „sollen gleiche Wettbewerbsbedingungen für offene und geschlossene Fonds geschaffen werden.“⁹⁷⁸ Diese Vorschriften tragen primär den konzeptionellen Unterschieden zwischen Vertrags- und Gesellschaftstyp Rechnung. Die wichtigsten - nicht übernommenen - Vorschriften lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:⁹⁷⁹

- Während für Sondervermögen maximal 10% der Anteile nicht börsennotierter Wertpapiere erworben werden dürfen (§ 8 Abs. 2 Nr. 1 KAGG), besteht bei Investmentaktiengesellschaften ein 20%-Limit (§ 58 Abs. 1 KAGG), um dem Ziel der Risikokapitalbeschaffung zu entsprechen.
- Während für Sondervermögen maximal 5% der Anteile anderer Wertpapierfonds erworben werden dürfen (§ 8 Abs. 1 S. 2 KAGG), ist dies Investmentaktiengesellschaften untersagt, da das Ziel der Bereitstellung von Risikokapital verfolgt werden soll.⁹⁸⁰ Allerdings ist § 8 Abs. 3a KAGG anwendbar, d.h. liquide Mittel können in Geldmarktfonds ausgelagert werden.

⁹⁷⁷ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 127.

⁹⁷⁸ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 127.

⁹⁷⁹ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 278f. Für eine Übersicht sämtlicher nicht übernommenen Vorschriften vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 127f.

⁹⁸⁰ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 127.

- Während Sondervermögen als Staatsanleihefonds möglich sind (§ 8a Abs. 1a KAGG), ist dies Investmentaktiengesellschaften nicht gestattet.⁹⁸¹
- Während eine Kapitalanlagegesellschaft maximal für alle ihre Sondervermögen 10% der Stimmrechte eines einzelnen Ausstellers erwerben darf (§ 8a Abs. 3 KAGG), besteht bei einer Investmentaktiengesellschaft ein Limit von 10% (§ 56 KAGG).

Darüber hinaus werden Investmentaktiengesellschaften zusätzlichen Restriktionen unterworfen. So ist nach § 57 KAGG die Gewährung von Gelddarlehen oder Verpflichtungen aus Bürgschafts- oder Garantieverträgen unzulässig, die Belastung des Vermögens nur beschränkt möglich, die Beleihung nur bis zu 10% des Eigenkapitals zulässig und von der Zustimmung der Depotbank abhängig, die Emission von Genußscheinen oder die Aufnahme stiller Beteiligungen untersagt und der Leerverkauf von Wertpapieren verboten. Zudem ist nach § 59 KAGG der Erwerb von Grundstücken, Gebäuden oder Betriebs- und Geschäftsausstattung der Investmentaktiengesellschaft nur insoweit gestattet, als er für die Geschäftstätigkeit notwendig ist. Damit sollen die Verwaltungskosten im Interesse der Anleger möglichst gering gehalten werden.⁹⁸²

Der Gesetzgeber verpflichtet Investmentaktiengesellschaften dazu, 90% der Aktien - innerhalb eines halben Jahres nach Erlaubniserteilung - öffentlich anzubieten (§ 61 Abs. 1 KAGG), da er „das Ziel verfolgt, die Quellen der privaten Ersparnisbildung im Wege einer mittelbaren Anlage in Risikokapital vermehrt für Aktiengesellschaften zu erschließen.“⁹⁸³ Ein öffentliches Angebot liegt gemäß § 61 Abs. 2 S. 1 KAGG auch dann vor, wenn das Angebot durch einen Dritten erfolgt, oder wenn eine Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht durchgeführt wird. Allerdings dürfen die Aktien nur dann öffentlich angeboten werden, wenn sie zur amtlichen Notierung oder zum Handel im geregelten Markt zugelassen sind, und ein Bör-

⁹⁸¹ Nach Ansicht von C&L Deutsche Revision (Novellierung, S. 278) könnte es sich dabei um ein redaktionelles Versehen des Gesetzgebers handeln, da der Ausschluß von Staatsanleihefonds nicht in der Gesetzesbegründung aufgeführt ist. Die Ausgrenzung erscheint jedoch insofern plausibel, als daß derartige Fonds im Hinblick auf das Ziel der Bereitstellung von Risikokapital kaum vertretbar sind.

⁹⁸² Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 129.

⁹⁸³ Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 129.

senzulassungsprospekt⁹⁸⁴ oder ein Unternehmensbericht⁹⁸⁵ veröffentlicht wurde (§ 61 Abs. 3 KAGG), wobei die Zeichnungsfrist mindestens zwölf Tage betragen muß (§ 61 Abs. 4 KAGG). Die Emissionsmodalitäten des § 63 Abs. 1 KAGG schreiben vor, daß die Emission nur gegen volle Leistung des Ausgabepreises erfolgen darf und daß Sacheinlagen unzulässig sind.

Der Emissionskurs pro Aktie muß dem anteiligen Inventarwert zuzüglich eines Ausgabeaufschlags zur Deckung der Transaktionskosten entsprechen (§ 63 Abs. 2 KAGG). Ab dem Zeitpunkt der Erstemission ist der Inventarwert gemäß § 63 Abs. 3 KAGG regelmäßig - mindestens auf wöchentlicher Basis - zu ermitteln und umgehend in einer weitverbreiteten Tageszeitung zu veröffentlichen. Darüber hinaus wird dem BAKred durch § 51 Abs. 6 KAGG das Recht eingeräumt, die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb zu widerrufen, falls die Investmentaktiengesellschaft nicht innerhalb eines Jahres nach deren Erteilung mindestens 75% der ausgegebenen Aktien im Publikum gestreut hat. Es sind jedoch keine konkreten Vorschriften zur Streuung der Anteile zu beachten und somit keine Beteiligungs-limits definiert.

Auf Anlegerseite lassen sich börsennotierte und nicht-börsennotierte Investment-aktiengesellschaften unterscheiden, wobei das Fehlen der Börsennotierung nur in der Gründungsphase, d.h. für maximal 6 Monate, gestattet ist. Hinsichtlich des Anlagespektrums lassen sich die Wertpapierfonds und die Wertpapier- und Be-teiligungsfonds unterscheiden (Abbildung 77).

⁹⁸⁴ Der Börsenzulassungsprospekt ist eigentlich das Pendant zum Verkaufsprospekt und muß eine Reihe entsprechender Angaben (§ 19 Abs. 2 S. 2 und 3 Nr. 1, 2, 4, 6 bis 8 und 10 KAGG) enthalten; außerdem muß er folgende Dokumente bzw. Informationen beinhalten: die Satzung, den Inhalt des Erlaubnisbescheids des BAKred, Angaben zu den Börsen, an denen die Aktien zugelassen sind und Angaben zur Veröffentlichung des Inventarwertes, d.h. welche Zeitung und welcher Zeitabstand (§ 62 Abs. 1 Nr. 1-5 KAGG). Gemäß § 62 Abs. 2 KAGG ist „an herausgehobener Stelle ein ausdrücklicher und gesonderter Hinweis auf die speziellen Risiken des Erwerbs von Aktien einer Investmentgesellschaft zu geben. Es ist insbesondere darauf hinzuweisen, daß ein Anspruch auf Rückgabe der Aktien an die Investmentaktiengesellschaft nicht besteht und der Inventarwert der Aktien in der Regel von ihrem Börsenpreis abweicht.“

⁹⁸⁵ Der Unternehmensbericht ist entweder in einer überregionalen Zeitung abzudrucken oder als Druckschrift zu veröffentlichen, wobei Druckschriften an der Stammbörse, dem Sitz der Investmentaktiengesellschaft und bei ihren Zulässtellen gratis bereitgestellt werden müssen; zudem sind die Veröffentlichungsstellen im Bundesanzeiger bekanntzumachen (§ 61 Abs. 4 S. 1 und 2 KAGG). Bei Zulassung an einer inländischen Börse hat der Unternehmensbericht dieselben Angaben wie der Börsenzulassungsprospekt zu enthalten (§ 62 Abs. 1 bis 5 und Abs. 2 KAGG; siehe Fn. 984).

5.3.2.5.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft

Die aktienrechtliche Konstruktion der Investmentaktiengesellschaften sowie die Voraussetzungen, an die das BAKred die Erteilung der Erlaubnis knüpft, könnten bei der vorgeschlagenen Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften weitgehend übernommen werden. Allerdings erscheint es sinnvoll, die Eigenkapitalanforderungen erheblich zu erhöhen. Statt einem Mindestbetrag von DM 2 Mio. würde ein Mindestvolumen von DM 200 Mio. als angemessen erscheinen. Dies wird dadurch begründet, daß Liquidität ein wertbildender Faktor ist und eine ausreichende Kapitalisierung i.S. einer „kritischen Masse“ unbedingte Voraussetzung für ein erfolgreiches Going Public wäre.

Eine Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft müßte in ihrer Satzung den Geschäftszweck auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel in Grundstücke und Grundstücksgesellschaften begrenzen. Da das Geschäftsziel lediglich darin bestehen müßte, die Aktionäre an den Gewinnen aus der Verwaltung des eigenen Gesellschaftsvermögens teilhaben zu lassen, dürften Managementleistungen für Dritte - wie neuerdings bei den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften - nicht angeboten werden.⁹⁸⁶ Die Vorschriften betreffend die Satzung sowie deren Änderungen könnten übernommen werden.

Analog zu den Modifikationen der Investmentaktiengesellschaften wären folgende Vorschriften der Grundstücks-Sondervermögen zu übernehmen:

- zulässige Anlagewerte und -grenzen (modifiziert)
- Einsatz von Fremdfinanzierung
- Anzeigepflichten
- Beteiligung an Grundstücksgesellschaften (modifiziert)
- Aufgabengebiete der Depotbank (modifiziert)
- Mindestinhalt des Verkaufsprospektes
- Bewertung der Immobilien durch Sachverständigenausschuß (modifiziert)
- Befugnisse des BAKred

⁹⁸⁶ Siehe dazu Kapitel 4.3.2, S. 203ff.

Entsprechend dem Vorgehen des Gesetzgebers würde diese Regulierung dazu dienen, gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen den Offenen Immobilienfonds und den vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften zu schaffen.

Folgende Modifikationen der Anlagegrenzen erscheinen sinnvoll, um die Flexibilität des Fondsmanagements - im Interesse der Anleger - zu erhöhen:

- Während Grundstücks-Sondervermögen mindestens 10 Grundstücke im Bestand halten müssen, bei denen der Höchstanteil von Einzelobjekten 15% beträgt, würde eine Reduktion auf eine Mindestanzahl von 5 Objekten und eine Erhöhung des Einzelobjektlimits auf 30% die Akquisitionsflexibilität der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wesentlich erhöhen.⁹⁸⁷
- Während bei Grundstücks-Sondervermögen der Anteil außereuropäischer Grundstücke auf maximal 20% beschränkt ist, sollten Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften zur Erhöhung der Akquisitionsflexibilität keiner derartigen Beschränkung unterworfen werden. Diese Modifikation würde auch Länderfonds außerhalb Europas ermöglichen.⁹⁸⁸
- Während bei Grundstücks-Sondervermögen der Anteil der Grundstücksgesellschaften auf 20% begrenzt ist, sollte dieses Limit bei Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften außer Kraft gesetzt werden. Nur so ließen sich bestimmte innereuropäische Spezialisierungsmöglichkeiten (bspw. Länderfonds Frankreich oder Belgien) realisieren.
- Während bei Grundstücks-Sondervermögen eine Beschränkung des Anteils der unbebauten Grundstücke und der Grundstücke im Zustand der Bebauung auf 20% gefordert wird, sollte dieses Limit aufgehoben werden. Dies ermöglicht die Konzeption von Gesellschaften mit umfangreichen Develop-

⁹⁸⁷ Siehe dazu die Kritik von Waldmann in Fn. 610, S. 155.

⁹⁸⁸ Siehe dazu die Kritik von Waldmann in Fn. 612, S. 155. Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß derartige Länderfonds eigentlich nur sinnvoll erscheinen, sofern in den Zielländern keine entsprechenden börsennotierten Immobiliengesellschaften existieren. So dürfte es bspw. wenig Sinn machen, hierzulande börsennotierte US-Immobilienfonds aufzulegen, da es bereits einen etablierten REIT-Markt gibt. Daher dürften als potentielle Zielländer für solche Länderfonds vor allem die politisch stabilen und wirtschaftlich aufstrebenden Staaten Asiens und Südamerikas anzusehen sein.

mentaktivitäten, die entsprechend wertschöpfungsorientiert agieren würden und daher eine eigene Risikoklasse für sich darstellen könnten.⁹⁸⁹

- Außerdem müssten einige Restriktionen der Grundstücksgesellschaften aufgehoben werden; so erscheint bspw. die de lege lata geforderte Stimmen- und Kapitalmehrheit nicht zwingend erforderlich. Dies gilt insbesondere deshalb, da die Möglichkeit von Minderheitsbeteiligungen die Diversifikation der Portfolios erheblich erleichtern würde.

Auch in bezug auf die zusätzlichen Restriktionen der Investment-Aktiengesellschaften durch § 57 KAGG sind einige Modifikationen angebracht: Die Finanzierungsvorschriften sollten sich an den Vorschriften zum Immobilienanteil bei Grundstücks-Sondervermögen orientieren, d.h der Fremdfinanzierungsanteil dürfte 50% des Gesellschaftsvermögens nicht übersteigen. Zudem müsste die Fremdfinanzierung von der formellen Zustimmung der Depotbank abhängig sein. Allerdings stellt sich die Frage, warum Genußscheinemissionen nicht auch zur Finanzierung zugelassen werden sollten.

Die Vorschriften bezüglich des öffentlichen Angebots der Aktien könnten direkt übertragen werden. Allerdings wäre die halbjährige Frist hinsichtlich der Emmission deutlich zu verlängern, da der Aufbau eines entsprechenden Immobilienportfolios wesentlich mehr Zeit in Anspruch nehmen dürfte. Dabei erscheint die bei Grundstücks-Sondervermögen realisierte Fristverlängerung von vier Jahren ausreichend.

Ein wichtiger Unterschied zu den Investmentaktiengesellschaften besteht jedoch darin, daß die Emission nicht zum anteiligen Inventarwert erfolgen sollte bzw. dürfte, da dieses Emissionsverfahren gegen die Grundidee der Börsennotierung von Grundstücksgesellschaften und den damit verbundenen „Gesetzen der Preisbildung“ verstößen würde. Schließlich zeigt die Bewertungspraxis bei REITs, daß Discounts und Premiums im Vergleich zum NAV die Regel - und nicht die Ausnahme - sind.⁹⁹⁰ Trotzdem müssten Bewertungen durch einen Sachverständigenausschuß stattfinden, da zahlreiche Anlagegrenzen zu be-

⁹⁸⁹ Siehe dazu die Kritik von Waldmann in Fn. 613, S. 155.

⁹⁹⁰ Siehe dazu Kapitel 2.3.2.3, S. 53f.

rücksichtigen wären. Deren Wertermittlungen sollten zur Kontrolle der Einhaltung der Anlagevorschriften herangezogen werden und in der Rechnungslegung - möglichst auf Einzelobjektebene - publiziert werden. Diese Regelung würde potentiellen Anlegern eine objektivierte Information zum NAV geben, d.h. im Vergleich zu den REITs ergäbe sich eine erhöhte Transparenz, die aus Anlegersicht als echter Vorteil einzuschätzen wäre.

Dennoch bleibt zu betonen, daß die Emission nicht auf Basis des NAV stattfinden dürfte, sondern über herkömmliche Emissionsverfahren (Bookbuilding) ablaufen sollte. Diese Regelung würde einerseits bewirken, daß die Qualität der Portfolios und des Managements entsprechend hochwertig wäre, da nur attraktive Unternehmen Premiums erwarten könnten. Andererseits würde dadurch vermieden, daß ungeeignete Immobilienbestände als Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften an die Börse gebracht würden, da diese erhebliche Discounts zu befürchten hätten. Insofern würde die Trennung des Emissionspreises vom NAV dem Anlegerschutz dienen.

Während bei den Investmentaktiengesellschaften Sacheinlagen unzulässig sind, wäre es bei der vorgeschlagenen Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften sinnvoll, wenn Grundstücke oder Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften (ähnlich wie bei den UP- und DownREITs) ohne Aufdeckung stiller Reserven im Tausch gegen Aktien in die Gesellschaft eingebracht werden könnten. Ein solche Regelung würde das Akquisitionspotential der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften und somit deren Marktattraktivität aus Sicht der Anleger deutlich steigern. Vor dem Hintergrund der enormen Investitionsvolumina der Geschlossenen Immobilienfonds⁹⁹¹ wäre die Praxisbedeutung nicht zu unterschätzen. Außerdem sollte der Rechtsformwechsel von der herkömmlichen AG in die KAGG-Konzeption ohne steuerliche Nachteile möglich sein.

⁹⁹¹ Siehe dazu Kapitel 2.4.2, S. 63.

5.3.2.6 Depot- und Emissionsbanken

5.3.2.6.1 Investmentaktiengesellschaften

Eine Investmentaktiengesellschaft muß eine Depotbank beauftragen, um eine Erlaubnis des BAKred zu erlangen (§ 51 Abs. 5 Nr. 5 KAGG).⁹⁹² Zu deren Aufgaben zählen die Zustimmung zu Kreditaufnahmen (§ 57 Abs. 3 KAGG), die Überwachung der Anlagegrenzen für nicht notierte Aktien und stille Beteiligungen (§ 58 Abs. 3 KAGG) sowie die Berechnung des anteiligen Inventarwertes unter Mitwirkung der Investmentaktiengesellschaft (§ 63 Abs. 2 S. 3 KAGG).⁹⁹³ Durch die direkte Übertragung des Depotbankprinzips auf die Investmentaktiengesellschaften resultiert somit eine den Sondervermögen vergleichbare Anlegerschutzkomponente hinsichtlich der Verwahrung und Überwachung des Vermögens. An dieser Stelle sei nochmals explizit darauf hingewiesen, daß die Depotbank keine Ausgabe- und Rücknahmefunktion übernimmt. Stattdessen kann sie aber bei Investmentaktiengesellschaften als Emissionsbank tätig werden, indem sie - allein oder in einem Konsortium - die Aktien beim Publikum plaziert.

5.3.2.6.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Korrespondierend zu den o.g. Vorschriften müßten Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften eine nach § 31 KAGG qualifizierte Depotbank verpflichten. Die „Verwahrung“ der Grundstücke und Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften sollte entsprechend den für Grundstücks-Sondervermögen geltenden Vorschriften erfolgen.⁹⁹⁴

Im Hinblick auf die Rollenverteilung bei den Kapitalanlagegesellschaften würde sich auf den ersten Blick anbieten, wenn die Depotbank gleichzeitig als Emissionsbank tätig wäre.⁹⁹⁵ Dies erscheint insofern vorteilhaft, als dies zu Kosten einsparungen und ggf. zu einer effizienteren Steuerung des Emissionsprozesses

⁹⁹² Durch den in dieser Vorschrift enthaltenen Hinweis auf § 12 Abs. 1 KAGG ergeben sich dieselben Anforderungen an Depotbanken wie bei Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften. Siehe dazu Kapitel 3.2.2.7, S. 96ff.

⁹⁹³ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 274f.

⁹⁹⁴ Siehe dazu Kapitel 3.3.2.7, S. 138ff.

ses führen könnte. Allerdings wäre in Frage zu stellen, ob die Depotbank diese Kostenersparnisse bei den Transaktionskosten an die Anleger weitergeben würde. Im Zweifelsfall wäre zu befürchten, daß der Depotbankstatus eher zur Forderung überhöhter Transaktionskosten führen könnte, um das eigene Provisionsgeschäft zu beleben.

Daher erscheint es günstiger, wenn sich die Depotbank lediglich auf die Verwahrung beschränken würde und bspw. einem Konsortium verschiedener Geschäfts- bzw. Investmentbanken die Emission überlassen würde. Denkbar wäre auch eine Einbindung der Depotbank in diese Konsortien. Unabhängig davon, wie ein Offering durchgeführt werden würde, entsprechen die Aufgabengebiete der Emissionsbanken weitgehend denen von REIT-IPOs.⁹⁹⁶ Die Unterschiede lägen in erster Linie im rechtlichen Bereich, während die wirtschaftlichen Aspekte größtenteils identisch sein dürften.

5.3.2.7 Sachverständigenausschuß

5.3.2.7.1 Investmentaktiengesellschaften

Falls eine Investmentaktiengesellschaft Beteiligungen erwirbt, hat deren Bewertung nach § 25d KAGG zu erfolgen (§ 55 Abs. 1 S. 1 KAGG). Dabei ergeben sich zahlreiche Parallelen zur Bewertung von Immobilien, d.h. die Rolle des Sachverständigenausschusses übernimmt ein Abschlußprüfer, der allerdings nicht zugleich Prüfer der Investmentaktiengesellschaft sein darf (§ 25d Abs. 2 S. 1 KAGG).⁹⁹⁷

⁹⁹⁶ Siehe dazu Kapitel 3.3.2.7, S. 138f.

⁹⁹⁶ Siehe dazu Kapitel 5.3.2.4.2, S. 243ff.

⁹⁹⁷ Die Wertermittlung hat anhand des Ertragswertverfahrens zu erfolgen. Dabei ist der erwartete Ertrag und Rückzahlungsbetrag, die Veräußerbarkeit und das Risiko der stillen Beteiligung sowie die Rendite der umlaufenden Bundeswertpapiere im Rahmen der Ermittlung des Diskontierungszinses zu berücksichtigen (§ 25d Abs. 1 S. 2 KAGG). Vor Erwerb einer Beteiligung ist deren Wert i.S. einer Angemessenheitsprüfung (§ 25b Abs. 1 Nr. 2 Buchst. b KAGG) zu ermitteln und anschließend jährlich zu aktualisieren (§ 25d Abs. 2 S. 1 KAGG). Ergänzend zu diesen regulären Bewertungen müssen nach § 25d Abs. 2 S. 3 KAGG bei Vorliegen wichtiger Gründe, speziell bei elementaren Änderungen der Ertrags situation des Beteiligungsunternehmens, außerordentliche Wertermittlungen erfolgen.

5.3.2.7.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Für die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wäre die Einbeziehung eines Sachverständigenausschusses unbedingt erforderlich, da der Inventarwert sowohl bei Emissionen - als auch laufend - ermittelt werden müßte, um die Einhaltung der Anlagegrenzen kontrollieren zu können. Die Anforderungen an die Sachverständigen und die Methodik bei der Bewertung der Grundstücke und Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften müßten mit denen der Grundstücks-Sondervermögen übereinstimmen. An dieser Stelle ist jedoch auf zwei Kritikpunkte hinzuweisen:

Zum einen stellt sich die Frage, ob die Ausschüsse lediglich bzw. größtenteils durch öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige besetzt werden sollten. Während diese bspw. für die Bewertung von inländischen Immobilien prädestiniert sind, erscheint es vor allem bei Auslandsobjekten sinnvoll, örtliche Spezialisten in die Bewertung einzubeziehen. Nur durch diese Internationalisierung des Sachverständigenkreises erscheint es möglich, realistische Einschätzungen der Verkehrswerte für Auslandsobjekte zu erhalten, da deren Bewertung eine unmittelbare Marktnähe der Gutachter voraussetzt. So sollten bspw. englische Immobilien durch die dort ansässigen renommierten Immobilien-dienstleistungsunternehmen bewertet werden.

Außerdem ist insbesondere bei Auslandsobjekten in Frage zu stellen, ob die deutsche Bewertungskonzeption der WertV und der WertR angewandt werden sollte, da deren immanente Marktpreisglättung - durch Betonung des Nachhaltigkeitsprinzips - i.d.R. nicht internationalen Bewertungsstandards⁹⁹⁸ entspricht. Insofern ist dafür zu plädieren, daß die Verkehrswertgutachten nach den Bewertungsstandards und den Wertbegriffen des jeweiligen Belegeneheitsstaates durch örtliche Sachverständige bzw. Bewertungs- und Beratungsunternehmen erstellt werden. So wäre bspw. bei Bewertungen von Immobilien in Großbritannien das Konzept des Open Market Value anzuwenden.

⁹⁹⁸ Siehe dazu Morgan / Harrop / Brühl, Bewertungsmethoden, S. 499ff.

Diese Kritik an der aktuellen Bewertungskonzeption gilt jedoch auch uneingeschränkt für die Offenen Immobilienfonds. Für die vorgeschlagene Konzeption der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften erscheinen internationale Bewertungsstandards deshalb als besonders wichtig, weil methodisch bedingte Glättungen im Rahmen der Wertermittlung zum Ausweis überhöhter Premiums und Discounts bei der Börsenbewertung führen könnten.

5.3.2.8 Immobilienmanagement

5.3.2.8.1 Investmentaktiengesellschaften

Ähnlich wie bei der Immobilien-Kapitalanlage ein eigenes Immobilienmanagement notwendig ist, dürfte für den Beteiligungserwerb ein entsprechend spezialisiertes und qualifiziertes Beteiligungsmanagement erforderlich sein. Da die Investmentaktiengesellschaften aber ihren Geschäftszweck darauf begrenzen müssen, die Aktionäre am Gewinn aus der Verwaltung des Vermögens zu beteiligen (§ 51 Abs. 3 S. 1 KAGG), ist ihnen im Gegensatz zu Holding- und Beteiligungsgesellschaften verboten, ihre Mitgliedschaftsrechte auszuüben.⁹⁹⁹

5.3.2.8.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Da die vorgeschlagene Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften konstruktionsbedingt sehr differenziert ausgestaltet werden könnte, wäre i.d.R. ein entsprechend spezialisiertes Immobilienmanagement erforderlich. Die relative Bedeutung des Immobilienmanagements würde mit der Managementintensität des Bestandes bzw. der Anlagestrategie zunehmen, da sich die Wertschöpfungspotentiale entsprechend erhöhen würden.¹⁰⁰⁰

⁹⁹⁹ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 126. Diese Einschränkung ist insofern sehr restriktiv, als speziell beim Beteiligungserwerb ein direkter unternehmerischer Einfluß durchaus im Interesse der Aktionäre der Investmentaktiengesellschaften sein kann. Insofern gibt es kein aktives Beteiligungsmanagement, sondern nur passive Beteiligungsverwaltung. Dies dürfte ein nicht zu unterschätzendes Problem einer tatsächlichen Umsetzung darstellen, da die Grundidee der Beteiligungsfinanzierung auf Basis von Investmentgesellschaften in der konsequenten Umsetzung von Value-Added-Management-Strategien beruht.

¹⁰⁰⁰ Siehe dazu Kapitel 2.3.2.4, S. 54f.

Dabei wären Advisory-Lösungen denkbar, bei der externe Unternehmen eingeschaltet werden. Diese Lösung wäre jedoch gerade bei der Fokussierung auf managementintensive Nutzungsarten (Einkaufszentren, Hotels, Freizeitimmobilien) oder eine bestimmte Anlagepolitik (Developments, Redevelopments etc.) als wenig zweckmäßig zu beurteilen. Zudem leidet die Advisory Lösung oftmals unter Principal Agent Konflikten und dem i.d.R. höheren Kostenniveau.

Diese Nachteile lassen sich nur durch die Self-Administered Form überwinden. Daher erscheint es sinnvoll, den Tätigkeitsspielraum der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu den Offenen Immobilienfonds zu erweitern, d.h. den Gesellschaften sollte gestattet werden, bestimmte zusätzliche Managementleistungen zu erbringen.

5.3.2.9 Börsenbewertung

5.3.2.9.1 Investmentaktiengesellschaften

Eine Investmentaktiengesellschaft hat ihre Aktien innerhalb eines halben Jahres nach Erteilung der BAKred-Erlaubnis zur amtlichen Notierung oder zum Handel im geregelten Markt anzubieten. Dabei kommt wegen der Börsenzulassungsbedingungen des amtlichen Handels i.d.R. nur der geregelte Markt in Frage.¹⁰⁰¹ Das Going Public und die daraus resultierende Börsenbewertung ist somit zwingend vorgeschrieben. Eine Besonderheit ergibt sich daraus, daß der Gesetzgeber den Investmentaktiengesellschaften ein Recht auf Aktiengesetz auf Aktiengesetz einräumt, falls der Börsenkurs an fünf aufeinanderfolgenden Tagen weniger als 90% des Inventarwertes beträgt, um eine Kurspflege zu ermöglichen.¹⁰⁰² Damit dieses Recht nicht zur Kursmanipulation verwendet wird, ist der Kurs für den Aktiengesetz nach oben auf die Höhe des anteiligen Inventarwertes abzüglich der Transaktionskosten begrenzt (§ 64 Abs. 1 S. 1 KAGG). Im Falle eines Aktiengesetzkaufs sind die Aktien einzuziehen (§ 64 Abs. 2 S. 1 KAGG); außerdem ist das BAKred und die Deutsche Bundesbank in vierteljährlichen Abständen über Rückkaufszeitpunkt, -umfang und -kurs in Kenntnis zu setzen (§ 64 Abs. 4 KAGG).

¹⁰⁰¹ Vgl. C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 284.

¹⁰⁰² Vgl. Bundesregierung, Begründung zum 3. FMFG, S. 62.

5.3.2.9.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Wie bereits im Konzeptionsteil begründet wurde, sollte für die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften die Börsennotierung innerhalb von vier Jahren vorgeschrieben sein; das Recht auf Aktienrückkauf erscheint jedoch nicht erforderlich.

Im Vergleich zu den REITs hätte die laufende Bewertung durch den Sachverständigenausschuß bei den vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften den Vorteil, daß eine objektivierte Ermittlung der Verkehrswerte und somit des NAV vorgenommen werden würde. Insofern wäre die im Fall der REITs recht umfangreiche und komplizierte Problematik der NAV-Bewertung (NOI / NI / FFO / AFFO) zumindest durch einen einheitlichen Bewertungsstandard gelöst.¹⁰⁰³ Die Anleger hätten daher zumindest eine objektivierte und laufend aktualisierte Information über den NAV der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften. Es wäre aber zu erwarten, daß sich die Börsenbewertung der entworfenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften weitgehend an den bei den REITs angesprochenen Kriterien orientieren würde, was wiederum zwingend zu Discounts und Premiums führen dürfte.

Daher wäre die Rechtsform der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft eigentlich ideal auf etablierte Immobilienunternehmen zugeschnitten, da deren Entrepreneurship und Professionalität in Verbindung mit Managementbeteiligung eine gute Grundlage für das Erreichen von Premiums wäre. Mit zunehmender Immobilienorientierung entfernen sich diese Unternehmen allerdings immer mehr vom Bankenstatus.

Dies führt zu einer paradoxen Situation, denn die aus Anlegersicht geeigneten Unternehmen dürften aus Sicht des BAKred am wenigsten qualifiziert sein. Aus diesem Grund ist nochmals auf die essentielle Bedeutung einer anpassungsfähigen Genehmigungspraxis durch das BAKred hinzuweisen, denn eine restriktive Handhabe würde die wirtschaftliche Grundidee der Börsennotierung von Grundstücksgesellschaften in Frage stellen.

¹⁰⁰³ Siehe dazu Kapitel 5.2.2.8, S. 245.

5.3.2.10 Rechnungslegung

5.3.2.10.1 Investmentaktiengesellschaften

Die Vorschriften zur Rechnungslegung betreffen einerseits den Jahresabschluß (§ 66 KAGG) und andererseits den Zwischenbericht (§ 67 KAGG). Die Offenlegungsfrist des § 325 Abs. 1 und 2 HGB für den Jahresabschluß (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Anhang sowie Lagebericht nach § 264 HGB) wird von neun auf sechs Monate verkürzt, um sicherzustellen, daß die Bekanntgabe des Jahresabschlusses vor der des Zwischenberichtes erfolgt (§ 66 S. 1 KAGG).¹⁰⁰⁴ Der nach §§ 284 bis 287 HGB zu erstellende Anhang ist gemäß § 66 S. 2 KAGG um sämtliche Angaben zu ergänzen, die auch Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften in ihren Rechenschaftsberichten (nach § 24a Abs. 1 S. 3 KAGG bzw. § 25j Abs. 3 KAGG) aufführen müssen. Im Lagebericht darf der Hinweis auf die besonderen Marktpreisrisiken des Erwerbs von Anteilen an Geschlossenen Fonds - d.h. NAV-Abweichungen - nicht fehlen (§ 66 S. 2 KAGG).¹⁰⁰⁵

Außerdem hat jede Investmentaktiengesellschaft - unabhängig von ihrer Börsennotierung - gemäß § 67 Abs. 1 S. 1 KAGG pro Geschäftsjahr mindestens einen Zwischenbericht zu veröffentlichen, der die Möglichkeit zur Beurteilung ihrer Geschäftstätigkeit und Finanzlage bieten soll; d.h. er wäre sowohl als Halbjahres-, aber auch als Quartals- und Zweimonatsbericht möglich. Inhaltlich muß er dem Halbjahresbericht der Kapitalanlagegesellschaften voll entsprechen (Verweis auf § 24a Abs. 1 S. 3 Nr. 1 und 2 KAGG) und den obligatorischen Hinweis auf die besonderen Marktpreisrisiken von Geschlossenen Fonds nach § 62 Abs. 2 KAGG enthalten (§ 67 S. 2 KAGG).¹⁰⁰⁶

¹⁰⁰⁴ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 131.

¹⁰⁰⁵ Die Einhaltung der Vorschriften des KAGG ist in der Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts - entsprechend der Regelung des § 24a Abs. 4 Sätze 2 und 3 KAGG bei Sondervermögen - zu kontrollieren und zu testieren (§ 66 S. 4 und 5 KAGG), um ein vergleichbares Maß an Anlegerschutz wie bei den Rechenschaftsberichten der Kapitalanlagegesellschaften zu gewährleisten. Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 131.

¹⁰⁰⁶ Die Veröffentlichung des Zwischenberichts hat gemäß § 67 S. 3 - 5 KAGG innerhalb von zwei Monaten nach Ende des Berichtszeitraums durch Abruck in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt, im Bundesanzeiger oder als Druckschrift zu erfolgen. Letztere ist dem Publikum gratis bei den Zahlstellen zur Verfügung zu stellen. Bei Veröffentlichung im Bundesanzeiger sind die Ausgabestellen bekanntzugeben.

Somit wird deutlich, daß der Jahresabschluß und der Zwischenbericht der Investmentaktiengesellschaft dem Rechenschafts- und dem Halbjahresbericht der Kapitalanlagegesellschaft inhaltlich weitgehend entsprechen. Zudem haben Investmentaktiengesellschaften ebenso wie Kapitalanlagegesellschaften in ihrer Eigenschaft als Kreditinstitute dem BAKred und der Deutschen Bundesbank sowohl Jahresabschluß als auch Zwischenbericht umgehend einzureichen.¹⁰⁰⁷

5.3.2.10.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Die Publizitätsanforderungen an die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften müßten denen der Investmentaktiengesellschaften voll entsprechen. Zudem müßten die Vorschriften hinsichtlich des Börsenprospektes und Unternehmensberichtes in Anlehnung an die Rechnungslegung bei Grundstücks-Sondervermögen modifiziert werden, um einheitliche Publizitätsstandards zu gewährleisten.

Insgesamt sollte bezüglich der Rechnungslegungsstandards eine möglichst große Transparenz gefordert werden. So sollten die Objektwerte auf Einzelobjektebene veröffentlicht werden. Dabei wäre v.a. dem Lagebericht besondere Aufmerksamkeit zu schenken, um die Aktionäre gezielt und umfassend über alle relevanten Aspekte des Fonds- und Immobilienmanagements zu unterrichten. Idealerweise sollte der Lagebericht auch detaillierte Informationen über Akquisitionen und Fortschritte bei Projektentwicklungen etc. geben und die Unternehmensstrategie kommunizieren.

Zudem dürften Investor-Relations Maßnahmen nicht fehlen, da die Beschränkung auf die gesetzlich vorgeschriebene Mindestpublizität zu deutlichen Bewertungsabschlägen führen könnte. Diese lassen sich jedoch nicht per Gesetz regeln, sondern könnten sich nur aus einer ausgeprägten Shareholder Value-Orientierung der Unternehmen ergeben.

¹⁰⁰⁷ Vgl. Bundesregierung, Begründung 3. FMFG, S. 131.

5.3.2.11 Steuerliche Transparenz

5.3.2.11.1 Investmentaktiengesellschaften

Bei einer Investmentaktiengesellschaft ergeben sich gegenüber den Offenen Wertpapierfonds bzw. Beteiligungsfonds zwei nachteilige Abweichungen vom Grundsatz der steuerlichen Transparenz:

„Im KAGG sind keine besonderen steuerlichen Regelungen für Investmentaktiengesellschaften vorgesehen. Es ist daher davon auszugehen, daß Investmentaktiengesellschaften wie 'herkömmliche' Kapitalgesellschaften besteuert werden. Dies hat zum einen zur Folge, daß Veräußerungsgewinne, sofern nicht die Regelungen des § 6b EStG greifen, voll der Besteuerung unterworfen werden. Darüber hinaus ist ein Gewerbeertrag zu ermitteln und der Gewerbesteuer zu unterwerfen. Bei Wertpapier-Sondervermögen hingegen unterliegen Veräußerungsgewinne, sofern sie nicht ausgeschüttet werden (bei Anteilen im Privatvermögen auch bei Ausschüttungen), keiner Besteuerung. Ebenso fällt bei offenen Fonds keine Gewerbesteuer an.“¹⁰⁰⁸

Diese steuerliche Benachteiligung dürfte ein größeres Hemmnis bei der praktischen Umsetzung von Investmentaktiengesellschaften darstellen, da diese zwangsläufig eine geringere Nach-Steuer-Rendite erzielen würden als Offene Fonds mit identischer Anlagepolitik. Daß der Gesetzgeber diese steuerliche Benachteiligung nicht durch die Integration eines eigenen Abschnitts mit besonderen steuerlichen Vorschriften korrigiert hat, ist insofern nicht nachvollziehbar, als die Gewährleistung steuerlicher Transparenz neben dem Anlegerschutz-Gedanken entscheidend für die Schaffung des KAGG war.¹⁰⁰⁹

5.3.2.11.2 Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Falls die vorgeschlagene Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ohne steuerliche Sondervorschriften realisiert würde, ergäben sich dieselben steuerlichen Probleme wie bei den Investmentaktiengesellschaften,

¹⁰⁰⁸ C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 269.

¹⁰⁰⁹ Vgl. dazu Kapitel 2.1.2, S. 14 und Kapitel 3.2.1, S. 83ff.

die auch mit denen der herkömmlichen Immobilienunternehmen in der Rechtsform der AG (Immo-AGs) übereinstimmen.¹⁰¹⁰

Auf Ebene der Gesellschaft würde die herkömmliche AG-Besteuerung mit Körperschafts- und Gewerbesteuer anfallen, womit sich eine Reihe von Abweichungen vom Grundsatz der steuerlichen Transparenz ergeben:

- Die Gesellschaft würde der Körperschaftsteuer von 45% bei Thesaurierung (§ 23 Abs. 1 KStG) und 30% bei Ausschüttung (§ 27 Abs. 1 KStG) unterliegen.¹⁰¹¹ Im Gegensatz zu den USA erhalten die Anleger durch das Anrechnungsverfahren eine Körperschaftsteuergutschrift, d.h. die Erträge werden nur mit dem individuellen Steuersatz des Anlegers belastet, wodurch die Doppelbesteuerung entfällt. Im Ergebnis wird der Gewinn mit dem jeweiligen Steuersatz des Anlegers belastet. Abbildung 79 verdeutlicht diesen Sachverhalt am Beispiel eines Aktionärs mit einer Einkommensteuerbelastung i.H.v. 40% (ohne Berücksichtigung des derzeitigen Solidaritätszuschlags).

AG:		Aktionär:	
Gewinn vor KSt	100,00	Nettoddividende	52,50
- KSt (45%)	- 45,00	+ KSt-Anrechnung (30%)	+ 30,00
+ KSt-Red. / Ausschüttung (15%)	+ 15,00	+ KEST-Anrechnung (25% v. 70)	+ 17,50
= Bardividende (Ausschüttung)	70,00	= Einkünfte aus Kapitalvermögen	100,00
- KEST (25% v. 70)	- 17,50	- EST (40%)	- 40,00
= Nettoddividende	52,50	Nettoeinkommen	60,00

Abbildung 79: Beispiel zur Wirkungsweise des Anrechnungsverfahrens¹⁰¹²

- Bei Ausschüttung würde durch die Gesellschaft außerdem eine Kapitalertragsteuer von 25% einbehalten, die ebenfalls auf die Steuerlast des Anteilseigners angerechnet würde; somit wäre die Doppelbesteuerung vermieden (siehe ebenfalls das Beispiel in Abbildung 79).¹⁰¹³
- Sämtliche Veräußerungsgewinne der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft würden der Körperschaftsteuer unterliegen, womit sich eine deutliche Benachteiligung im Vergleich zur Immobilien-Direktanlage ergibt.

¹⁰¹⁰ Siehe dazu Kapitel 2.4.2.2, S. 67ff.

¹⁰¹¹ Vgl. hierzu und zum folgenden Schlag, Innovative Formen, S. 73f.; Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18f.; Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung S. 4ff.

¹⁰¹² In Anlehnung an Schlag, Innovative Formen, S. 106.

Allerdings könnte § 6b EStG in Anspruch genommen werden, sofern ein Veräußerungsgewinn nach einer Haltedauer von mindestens sechs Jahren realisiert und binnen vier Jahren eine Ersatzinvestition getätigt wird. Dadurch lassen sich Veräußerungsgewinne (bzw. aufgelöste stille Reserven) auf Ersatzobjekte übertragen, wodurch sich deren AfA-Bemessungsgrundlage anschließend entsprechend mindert (Abbildung 80, rechte Hälfte).¹⁰¹⁴ Veräußerungsgewinne werden somit nicht sofort versteuert, da ihre Besteuerung über den Abschreibungszeitraum des Ersatzwirtschaftsgutes verteilt wird.¹⁰¹⁵ Im Ergebnis resultiert jedoch aus der Wahrnehmung des § 6b EStG kein Steuerspar-, sondern lediglich ein Steuerstundungseffekt.

Veräußertes Objekt:		Ersatzobjekt:	
Anschaffungskosten	10,00 Mio. DM	Anschaffungskosten	12,00 Mio. DM
- 50% Sonder-AfA	5,00 Mio. DM	- Veräußerungsgewinn	- 6,10 Mio. DM
- 5 x 2% Normal-AfA	1,00 Mio. DM	= AfA-Bemessungsgrundl.	5,90 Mio. DM
- Restwert-AfA	0,08 Mio. DM		
= Buchwert	6,1 Mio. DM	AfA ohne § 6b EStG: (2% v. 12 Mio. DM)	240TDM p.a.
Veräußerungserlös	10,00 Mio. DM	AfA mit § 6b EStG: (2% v. 5,9 Mio. DM)	118TDM p.a.
- Buchwert	3,90 Mio. DM	Minderabschreibung	122TDM p.a.
= Veräußerungsgewinn	6,10 Mio. DM	Minderabschreibung (50.J.)	6,1 Mio. DM

Abbildung 80: Beispiel zur Wirkungsweise des § 6b EStG¹⁰¹⁶

- Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft wäre aufgrund ihrer Rechtsform gewerbesteuerpflchtig (§ 2 Abs. 2 GewStG), wobei seit Abschaffung der Gewerbekapitalsteuer nur noch der Gewerbeertrag festzustellen und zu versteuern ist.¹⁰¹⁷ Der Gewerbeertrag ist nach § 7 GewStG der nach den Bestimmungen des Körperschaftsteuergesetzes zu ermittelnde Gewinn aus Gewerbebetrieb, der um Hinzurechnungen (§ 8 GewStG) erweitert und Kürzungen (§ 9 GewStG) vermindert wird.¹⁰¹⁸ Bei der Ermittlung des Gewer-

¹⁰¹³ Vgl. Scharpenack / Nack / Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 668.

¹⁰¹⁴ Vgl. Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 18.

¹⁰¹⁵ Vgl. Scharpenack / Nack / Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 667f.

¹⁰¹⁶ In Anlehnung an Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung, S. 12.

¹⁰¹⁷ Vgl. hierzu und zum folgenden Schlag, Innovative Formen, S. 76; Meyer-Scharenberg, Immobilienaktiengesellschaft, S. 19; Meyer-Scharenberg, Steuerliche Behandlung, S. 7.

¹⁰¹⁸ Vgl. Wöhe / Bieg, Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, S. 80.

beertrags ist hinsichtlich der Immobilien-Kapitalanlage hervorzuheben, daß die Hälfte der Dauerschuldzinsen hinzurechnen wäre (§ 8 Nr. 1 GewStG), d.h. deren nur 50%-iger Ansatz würde somit die Fremdfinanzierung steuerlich begünstigen. Ebenfalls hinzuzurechnen sind die Verlustanteile an in- und ausländischen Personengesellschaften, d.h. die Vorschaltung von hochgradig fremdfinanzierten KG-Einzelobjekt-Fonds, die entsprechend hohe Buchverluste ausweisen, würde keine Gewerbeertragsteuerersparnis bringen. Positiv hervorzuheben ist allerdings, daß die Erträge von ausländischen Immobilien gekürzt werden können (§ 9 Nr. 3 GewStG); dies bedeutet, daß bei der Beschränkung der Anlagepolitik auf Auslandsinvestitionen keine Gewerbeertragsteuer anfallen würde.

Allerdings kann die Gewerbeertragsteuer durch die erweiterte Kürzung nach § 9 Nr. 1 GewStG umgangen werden, sofern sich die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft auf die Verwaltung des eigenen Grundvermögens beschränkt.¹⁰¹⁹ Dadurch würde jedoch nur die Gewerbeertragsteuer auf sämtliche immobilienbezogenen Erträge entfallen, während sie auf Kapitalerträge weiter bestehen würde. Das Hauptproblem der erweiterten Kürzung besteht jedoch darin, daß sich die Managementaktivitäten auf ein Minimum beschränken müßten, da keine gewerblichen Aktivitäten durch Beteiligungen an Mitunternehmerschaften, Dienstleistungsangebote oder Grundstückshandel eingegangen werden dürfen.

Auf Ebene des Anlegers wirken sich diese Einschränkungen der steuerlichen Transparenz insgesamt nachteilig aus. Obwohl durch das Anrechnungsverfahren die Besteuerung lediglich vom individuellen Steuersatz des Anlegers abhängt, sind durch die Erfassung der Veräußerungsgewinne auf Ebene der AG diese im Ergebnis auch auf Anlegerebene zu versteuern. Außerdem wird durch die Gewerbesteuer die Ausschüttung im Vergleich zu den anderen Immobilienanlageformen - speziell Offenen Immobilienfonds - deutlich reduziert. Diese Benachteiligung wäre am geringsten bei einer bestandshaltenden Gesellschaft, die eine extrem passive „Buy and hold-Anlagestrategie“ verfolgen würde und

¹⁰¹⁹ Vgl. hierzu und zum folgenden Meyer-Scharenberg, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 19.

daher die erweiterte Kürzung in Anspruch nehmen könnte. Dagegen nimmt mit der Trading-Orientierung und den Managementaktivitäten die steuerliche Belastung zu, d.h. aktives Management wird steuerlich diskriminiert.

Das eigentliche Dilemma der Steuerproblematik liegt jedoch darin, daß sie sich in jedem Fall negativ auf die Bewertung der Aktien auswirken dürfte: Bei passiv agierenden Gesellschaften, die sich ausschließlich auf die laufende Bestandsverwaltung beschränken, wären vermutlich wegen des fehlenden aktiven Portfoliomanagements Bewertungsabschläge in Kauf zu nehmen. Im Gegensatz dazu dürften bei managementorientierten Gesellschaften aufgrund der Steuerproblematik Bewertungsabschläge die Folge sein.

Darüber hinaus ergeben sich zusätzliche Abweichungen vom Grundsatz steuerlicher Transparenz, die jedoch weitgehend denen der Offenen Immobilienfonds entsprechen würden:

- Private Aktionäre können den Sparer-Freibetrag i.H.v. DM 6.000 bzw. 12.000 nach § 20 EStG geltend machen, während die Erträge aus Immobilien-Direktanlagen vollständig als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung versteuert werden müßten.
- Die Spekulationsfrist beim Verkauf von Aktien beträgt sechs Monate; dagegen dauert sie beim Verkauf einer Immobilien-Direktanlage zwei Jahre.
- Im Rahmen der Erbschaft- und Schenkungsteuer werden Aktien mit ihren aktuellen Börsenkursen als Bemessungsgrundlage erfaßt, in die auch die Verkehrswerte der Immobilien einfließen. Dagegen werden bei der Direktanlage in Immobilien die i.d.R. deutlich niedrigeren Grundbesitzwerte (Einheitswerte) als Bemessungsgrundlage herangezogen.¹⁰²⁰

Da sich ohne steuerliche Sonderregelungen für die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften keine finanziellen Vorteile gegenüber herkömmlichen Immo-AGs ergeben würden, wäre letztere eindeutig als die geeignetere Rechtsform anzusehen, da sie keinen investmentrechtlichen Restriktionen unterworfen wären. Aus diesen Gründen erscheinen zwei

¹⁰²⁰ Vgl. dazu Thomas / Leopoldsberger / Walbröhl, Immobilienbewertung, S. 389f.

steuerliche Sonderregelungen für eine wettbewerbsfähige KAGG-Regelung von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften unbedingt erforderlich:

- Zum einen müßten sie wie die Offenen Immobilienfonds von der Gewerbesteuer befreit sein, damit sie dieselben unternehmerischen Möglichkeiten haben wie Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften beim Management Offener Immobilienfonds. Nur so wird es möglich, eine aktive Rolle im Immobilien- und Portfoliomanagement zu übernehmen (Abbildung 81).

	Offene Immobilienfonds	Grundstücks- Investment-AGs	Immobilien- AGs
Mieterträge	Nein	Nein	Ja, ggf. Nein bei erw. Kürzung nach § 9 Nr.1 GewStG (keine gewerbliche Tätigkeit)
Kapitalerträge	Nein	Nein	Ja

Abbildung 81: Gewerbesteuerpflicht der Ertragsarten der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften

- Zum anderen müßte bezüglich der Körperschaftsteuer eine Ausnahmeregelung eingeräumt werden, mit der die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der steuerlichen Behandlung bei Offenen Immobilienfonds gleichgestellt wird. Dabei sind zwei Problemkreise zu unterscheiden: Die Ausschüttungen oder Thesaurierungen aus laufenden Erträgen würde der herkömmlichen Steuerbelastung unterliegen, wobei durch das Anrechnungsverfahren steuerliche Transparenz gewährleistet würde. Dagegen müßte es möglich sein, außerordentliche Erträge aus Veräußerungsgewinnen steuerfrei zu thesaurieren und steuerfrei an Privatanleger auszuschütten. Diese Spekulationsgewinne müßten entsprechend der für Offene Fonds geltenden Vorschriften bei Wertpapieren ohne Spekulationsfrist und bei Immobilien nach der zweijährigen Spekulationsfrist steuerfrei realisiert werden können. Im Ergebnis müßte daher die steuerliche Behandlung der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft grundsätzlich der von Offenen Immobilienfonds entsprechen (Abbildung 82).

	Offene Immobilienfonds		Grundstücks-Investment-AGs		Immobilien-AGs
	Privatvermögen	Betriebsvermögen	Privatvermögen	Betriebsvermögen	Privatvermögen / Betriebsvermögen
I. Ausschüttung:					
• Mieteinnahmen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Zinseinnahmen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Ertragsausgleich	Ja	Ja	---	---	---
• Immobilien-Veräußerungsgewinne					
– Haltedauer ≥ 2 J.	Nein	Ja	Nein	Ja	Ja, ggf. § 6b EStG
– Haltedauer < 2 J.	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Ja	Nein	Ja	Ja
II. Thesaurierung:					
• Mieteinnahmen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Zinseinnahmen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Ertragsausgleich ¹⁾	Ja	Ja	---	---	---
• Immobilien-Veräußerungsgewinne					
– Haltedauer ≥ 2 J.	Nein	Nein ²⁾	Nein	Nein	Ja, ggf. § 6b EStG
– Haltedauer < 2 J.	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• Wertpapier-Veräußerungsgewinne	Nein	Nein ²⁾	Nein	Nein	Ja

¹⁾ Soweit der Ertragsteuerausgleich auf steuerfreie Erträge entfällt, bleibt dieser Anteil des Ertragsausgleichs ebenfalls steuerfrei.

²⁾ Bei späterer Ausschüttung (Entnahme aus Vortrag) sind diese Einnahmen zu versteuern.

Abbildung 82: Steuerpflicht der Einnahmearten der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften

Mit diesen steuerlichen Regelungen hätten die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften eine steuerliche Transparenz, die sogar geringfügig besser als die der REITs wäre, da die Gewerbesteuerpflicht entfallen würde, während REITs i.d.R. State und Local Taxes zu entrichten haben. Außerdem würden sich die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften von den REITs dadurch unterscheiden, daß kein Ausschüttungszwang bestünde, womit die Innenfinanzierung uneingeschränkt möglich wäre.

Ohne diese steuerlichen Regelungen wären die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ebenso wie die herkömmlichen Immo-AGs hinsichtlich ihrer steuerlichen Behandlung lediglich als REOC-Pendant zu beurteilen. Allerdings würden sie sich im direkten Vergleich steuerlich immer noch wesentlich günstiger darstellen als die REOCs, da zumindest hinsichtlich der lau-

fenden Erträge aufgrund des Anrechnungsverfahrens steuerliche Transparenz gewährleistet werden würde. Ein gravierender Unterschied zu den REOCs ergibt sich jedoch insofern, als in den USA Veräußerungsgewinne aus Immobilienverkäufen generell steuerpflichtig sind, während sie in Deutschland durch Privatanleger nach Ablauf der zweijährigen Spekulationsfrist steuerfrei vereinbart werden können. Durch die Erfassung von Veräußerungsgewinnen auf der Ebene der AG sind diese jedoch auch für Privatanleger als Aktionäre - trotz Anrechnungsverfahren - zu versteuern.

5.3.3 Analyse des potentiellen Angebots der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in Anlehnung an die Angebotsanalyse der REITs

5.3.3.1 Übersicht

Entsprechend der bisherigen Vorgehensweise wird zur Analyse des potentiellen Fondsangebots der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften das bekannte Analyseraster zugrundegelegt (Abbildung 83).

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften		
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Managementstrategie	Fixed Type (Passive Anlagepolitik)	Flexible Type (Aktive Anlagepolitik)	Semi-Flexible Type
Gründungsmethode	Cash Method (erst Kapitalbeschaffung)	Appropriation Method (erst Kapitalanlage)	Mischformen
Beendigungsmethode	ohne Laufzeitbegrenzung		
Emissionskostenregelung	Erstemission	Sekundäremission	Sonderformen
Ausschüttungsregelung	Distributive Fonds (volle Ausschüttung)	Thesaurierende Fonds (keine Ausschüttung)	Kumulative Fonds
Anlegerspektrum	Börsennotierte GIAG (alle Investoren)	Nicht börsennotierte GIAG (v. a. Institutielle Investoren)	Mischformen
Anlegervolumina	Börsennotierte GIAG (alle Investoren)	Nicht börsennotierte GIAG (v. a. Institutielle Investoren)	Mischformen

Abbildung 83: Übersicht des potentiellen Fondsangebots der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

5.3.3.2 Anlagespektrum

Der wesentliche Unterschied im Vergleich zu den REITs würde darin bestehen, daß die vorgeschlagene Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ausschließlich der Immobilien-Kapitalanlage dienen würde, d.h. es handelt sich nur um ein Gegenstück zu den Equity REITs. Außerdem würde durch die Übertragung des Großteils der Anlagevorschriften der Offenen Immobilienfonds ein höheres Maß an Anlegerschutz gewährleistet werden.

Wie bereits bei der Diskussion der Konzeptionsidee begründet wurde, erscheint es sinnvoll, das Anlagespektrum der Offenen Immobilienfonds im Hinblick auf die Finanzierungs- und Liquiditätsrestriktionen zu übernehmen (Abbildung 84).

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität (§ 35 KAGG)	Mind. 5% des Gesellschaftsvermögens
An einer deutschen Börse notierte Aktien und festverzinsliche Wertpapiere (§ 35 Abs. 1 S. 4 KAGG)	Max. 5% des Gesellschaftsvermögens
Maximalliquidität (Neuerdings genaue gesetzliche Regelung durch § 35 Abs. 2 KAGG)	Max. 49% des Gesellschaftsvermögens
Fremdfinanzierung insgesamt (§ 37 Abs. 3 KAGG)	Max. 50% des Gesellschaftsvermögens
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb des Grundstücks-Sondervermögens	Keine
Fremdfinanzierung insgesamt auf Ebene der Grundstücksgesellschaften (§ 27b Abs. 1 KAGG)	Max. 10% des Gesellschaftsvermögens und max. 50% des Immobilienvermögens je Grundstücksgesellschaft
Fremdfinanzierung auf Einzelobjektebene innerhalb der Grundstücksgesellschaft	Keine

Abbildung 84: Anlagegrenzen der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften bezüglich Liquiditätshaltung und Fremdfinanzierung¹⁰²¹

Dagegen wären im Hinblick auf die Anlagegrenzen für die Grundstücke und die Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften gelockerte Rahmenbedingungen erforderlich, um im Interesse der Anleger eine flexible Anlagepolitik zu ermöglichen (Abbildung 85). Daher wäre eine Reduktion des Mindestbestandes auf fünf Grundstücke und eine Erhöhung des Maximalanteils pro Grundstück auf 30% sinnvoll. Zudem wäre es i.S. einer höheren Spezialisierungsflexibilität - wie bereits im Konzeptionsteil begründet - zweckmäßig, wenn die Anlagegrenzen

¹⁰²¹ In Anlehnung an C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 532.

i.H.v. 20% bei Grundstücken außerhalb des EU / EWR-Raumes, bei den unbebauten und in Bebauung befindlichen Grundstücken sowie bei den Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften aufgehoben werden würden.

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Grundstücke (§ 28 Abs. 1 KAGG)	Mindestens 5 (Wirtschaftliche Betrachtung)
Einzelobjektanteil zum Erwerbszeitpunkt (§ 28 Abs. 2 KAGG)	Max. 30%
Mietwohn-, Geschäfts- und Gemischtgenutzte Grundstücke (§ 27Abs. 1 Nr. 1 KAGG)	Keine
Grundstücke im Zustand der Bebauung (§ 27 Abs. 1 Nr. 2 KAGG)	Keine
Unbebaute Grundstücke (§ 27 Abs. 1 Nr. 3 KAGG)	Keine
Erbbaurechte (§ 27 Abs. 1 Nr. 4 KAGG i.V.m. Abs. 1 Nr. 1-3 KAGG)	Max. 20%
Bestellung von Erbbaurechten (§ 27 Abs. 5 KAGG)	Max. 10%
Beteiligung an Grundstücksgesellschaften (§ 27a Abs. 1 KAGG)	Keine
Beteiligung an Grundstücksgesellschaft mit Ein- zelobjekt (§ 27a Abs. 5 S. 1 Nr. 3 KAGG)	Max. 20% (umstritten)

Abbildung 85: Anlagegrenzen der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften bezüglich Grundstücke und Grundstücksgesellschaften¹⁰²²

Somit wird deutlich, daß die vorgeschlagenen Anlagegrenzen eine „Komromißlösung“ aus den restriktiven Anlagevorschriften der Offenen Immobilienfonds und der fehlenden Regelung des Anlagespektrums bei REITs darstellen.

5.3.3.3 Spezialisierungsstrategie

Nach den Erfahrungen mit den REITs ist abzusehen, daß bei der vorgeschlagenen Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften seitens des Kapitalmarktes eine Spezialisierung der Anlagepolitik erwartet werden würde. Die Begründung liegt darin, daß der Gesellschaftstyp als zugrunde liegende Rechtsform die Realisierung von Value Added-Anlagestrategien ermöglicht und sich homogene Bestände wesentlich leichter bewerten lassen, als ein „bunt gemischtes“ Portfolio. Außerdem wäre zu erwarten, daß die avisierte Anlegerzielgruppe vorzugsweise in verschiedene, fokussierte Immobiliengesellschaften investieren würde, anstelle sich an einer breit diversifizierten Gesellschaft („Jack of all trades“) zu beteiligen.

Für den Spezialisierungsdruck bei den vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften spricht aber auch, daß mit den Offenen Immobilienfonds das Segment der breit diversifizierten Anlageprodukte hinreichend abgedeckt ist. Insofern wäre - wie bei den Wertpapierfonds, aber auch wie bei den REITs - die Spezialisierung nach Kriterien wie Standort, Markt, Größe, Management, Timing oder sonstigen Spezialisierungsmerkmalen darstellbar:

In bezug auf die Anlagestandorte wären prinzipiell dieselben Spezialisierungsformen wie bei den REITs denkbar. Im Gegensatz zu den USA dürfte hierzulande Fonds, die ausschließlich auf bestimmte Länder bzw. Regionen ausgerichtet sind, eine wesentlich größere Bedeutung zukommen. Insbesondere europäische Länderfonds dürften vor dem Hintergrund der Einführung des Euro und der zunehmenden Internationalisierung der Immobilienanlagemärkte eine wichtige Anlagealternative darstellen. Ähnlich wie sich bestimmte REITs ausschließlich in einer bestimmten Region in den USA engagieren, wären Gesellschaften vorstellbar, die bspw. nur in Spanien und Portugal anlegen oder lediglich in Ländern wie Polen, Tschechien und Ungarn investieren. Zudem wären europäisch ausgerichtete Immobiliengesellschaften denkbar, die ihre Anlagepolitik auf einen bestimmten Nutzungssektor fokussiert haben. Unter der Voraussetzung der Aufhebung des 20%-Anagelimits für Immobilien außerhalb Europas könnten zur Abrundung des Angebots außereuropäisch ausgerichtete Fonds konzipiert werden.

Die Spezialisierung nach Marktsegmenten ließe sich ähnlich wie bei den REITs gestalten. Das Spektrum würde sich vermutlich auf Büroflächen, Industrie-, Lager- und Serviceflächen, Einzelhandelsimmobilien, Einkaufscenter, Wohnanlagen, Hotels sowie Sondernutzungen erstrecken. Bekanntermaßen gibt es in Deutschland bzw. Europa wegen der unterschiedlichen kulturellen Rahmenbedingungen bspw. keine Manufactured Homes oder privat betriebene Gefängnisse. Allerdings dürfte es schwieriger als in den USA sein, durch Nutzungsspezialisierung Economies of Scale bzw. Synergieeffekte zu erzielen, da der europäische Immobilienmarkt nach wie vor sehr fragmentiert und differenziert ist und dies voraussichtlich noch eine ganze Weile so bleibt. Dies gilt für die recht-

¹⁰²² In Anlehnung an C&L Deutsche Revision, Novellierung, S. 530f.

lichen, wirtschaftlichen, kulturellen und sprachlichen Rahmenbedingungen. Allerdings läge gerade in der Überwindung der damit verbundenen Schwierigkeiten die Attraktivität dieser Fonds aus Anlegersicht.¹⁰²³

Ein weiterer Spezialisierungsparameter wäre die Größenordnung der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft und die damit zusammenhängende Frage nach dem durchschnittlichen Objektvolumen innerhalb des Bestandes. Im Hinblick auf die Börsenkapitalisierung dürfte sich eine Größenstruktur ähnlich der bei den REITs etablieren: Während die im Konzeptionsteil bereits vorgeschlagene Mindestkapitalisierung DM 200 Mio. beträgt, entspricht die bei Blue Chip REITs angesetzte Mindestkapitalisierung von \$1 Mrd. bei heutigen Umtauschverhältnissen einer Kapitalisierung von ca. DM 1,8 Mrd.

Eine Spezialisierung hinsichtlich des Anlagetimings als Pendant zu den Special Opportunity REITs würde eine interessante Alternative darstellen, weil die relativ hohen Risiken auf eine breite Anlegerzahl verteilt werden könnten. Denkbar wäre bspw., daß Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften sich auf Work-Outs spezialisieren und von Banken Problemobjekte und -portfolios zu Discount-Preisen erwerben würden, um deren Ertragssituation durch Managementleistungen wie bspw. Repositionierung, Vermietung etc. zu verbessern und entsprechende Wertsteigerungen zu erzielen.

Darüber hinaus sind einige besondere Spezialisierungen denkbar. Hier wäre an die korrespondierenden Gegenstücke zu den Roll Up REITs und den Roll Down REITs zu denken; unter Berücksichtigung der konstruktionsimmanenter Inter-

¹⁰²³ Im Hinblick auf die Spezialisierung ist ergänzend auf die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen hinzuweisen, die für die vorgeschlagene Rechtsform der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft aus mehreren Gründen geeignet erscheinen: Die Bestände sind i.d.R. auf Wohnnutzungen und bestimmte Anlagestandorte fokussiert, sowohl langfristige Erfahrung und Know-How können vorgewiesen werden, stabile Cash-Flows sind darstellbar, Bilanzzahlen sind meistens überzeugend, und nicht zuletzt wäre überwiegend eine ausreichende kritische Masse vorhanden. Außerdem dürfte bei diesen Gesellschaften durch eine - im Einzelfall mehr oder weniger umfangreiche - Restrukturierung des Fonds- und Immobilienmanagements auch ein entsprechender Franchise Value darstellbar sein. Dies gilt insbesondere für Unternehmen, die über hochwertige Vorratsgrundstücke und adäquate Developmentkapazitäten verfügen. Siehe dazu auch Kapitel 2.4.2.2, S. 67ff.

Zudem soll bzw. muß wegen der Finanznot öffentlicher Haushalte ein Großteil dieser Unternehmen privatisiert werden. Nach einer Schätzung des IdW beträgt der Verkehrswert der 3,4 Mio. Wohnungen im Eigentum der öffentlichen Hand ca. DM 240 Mrd., d.h. ca. DM 70.000 pro Einheit (Vgl. o.V., Öffentliche Wohnungen, S. 15).

essenkonflikte erscheinen derartige Konzeptionen allerdings wenig aussichtsreich.

5.3.3.4 Managementstrategie

Unabhängig davon, ob das Management bei der vorgeschlagenen Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf der Advisory- oder der Self-Administered Basis erfolgen würde, stellen sich die Managementstrategien ähnlich wie bei den REITs dar. Wegen des Kapitalmarktdruckes dürfte daher die Flexible Type Managementstrategie dominieren, da sich im Gegensatz zu den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und ihren Offenen Immobilienfonds ein wesentlich größerer Performancedruck ergibt, der sich im Grunde auf die unterschiedlichen Rechtsformen zurückführen lässt (Abbildung 86).

Die in Abbildung 86 dargestellte Argumentationskette bezüglich der Managementstrategie stellt sich bei Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und ihren Offenen Immobilienfonds folgendermaßen dar: Die Kombination von Vertrags-
typ, Open Prinzip und Open-End Prinzip schließt nicht nur Fremdfinanzierung weitgehend aus, sondern erfordert neben einem Liquiditätspolster auch eine breite Risikostreuung des Portfolios. Daher sind nur Standardfonds darstellbar, deren Performance zudem durch die Sachverständigenbewertungen tendenziell geglättet wird. Insofern ist die Anlagepolitik und die Bewertungspraxis in erster Linie auf die Erzielung einer möglichst stetigen Performance ausgerichtet. Mit der Darstellung eines relativ gleichmäßigen Geschäftserfolgs geht die Stabilisierung der Mittelzuflüsse einher, die zum einen plötzliche Mittelrückflüsse vermeiden und zum anderen zu möglichst großen Fondsvolumen führen soll. Dadurch kann die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft als Bankentochter die größten Profite generieren. In letzter Konsequenz ergibt sich im Immobilien-
Portfoliomanagement i.d.R. eine Buy and Hold-Strategie, womit Offene Immobilienfonds primär dem Fixed Type zuzuordnen wären.

Kriterium	Offener Immobilienfonds mit Immo.-Kapitalanlagegesellschaft	Grundstücks-Investment-AG
Rechtsform	Vertragstyp	Gesellschaftstyp
Emissionsmodalitäten	Open Prinzip	Closed Prinzip
Rückgabemodalitäten	Open-End Prinzip	Closed-End Prinzip
Finanzierungsstrategie	I.d.R. ohne Fremdkapital	I.d.R. mit Fremdkapital
Investitionsstrategie	I.d.R. mit Liquiditätspolster	I.d.R. ohne Liquiditätspolster
Anlagespektrum	Relativ starr, umfangreiche Diversifikationsvorschriften und zahlreiche Restriktionen	Relativ starr, aber geringere Diversifikationsvorschriften und weniger Restriktionen
Spezialisierungsstrategie	I.d.R. Standardfonds	I.d.R. Spezialitätenfonds
Bewertungsverfahren	„Private Market Pricing“ Sachverständigenbewertung auf Basis NAV nach WertV ⇒ Indirekte Marktpreisfeststellung	„Public Market Pricing“ Aktien- / Börsenbewertung in Anlehnung an das REIT-Pricing auf Basis Net Asset Value nach Direct Capitalization und / oder Dividend Discount Model adjustiert um (Bsp. Green Street): 1. Franchise Value – Wertschöpfungspotentiale – Marktentwicklungspotentiale – Kapitalmarktzugang 2. Fokussierung 3. Insider Ownership 4. Bilanzstruktur 5. Overheadkosten 6. Potentielle Interessenkonflikte ⇒ Direkte Marktpreisfeststellung
Primäres Performanceziel	Möglichst gleichmäßige Performance um plötzliche Mittelrückflüsse zu vermeiden	Möglichst hohe Performance um die langfristige Emissionsfähigkeit zu sichern
Managementorientierung	Fondsvolumen-Orientierung, da Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft i.d.R. Bankentochter	Shareholder Value Orientierung, ggf. erfolgsabhängige Vergütungssysteme und Insider Ownership
Managementstrategie	Tendenziall „Fixed Type“	Tendenziall „Flexible Type“

Abbildung 86: Ableitung und Gegenüberstellung der Unterschiede im Management zwischen Offenen Immobilienfonds und den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Bei den in Anlehnung an die REITs entworfenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften stellt sich die Argumentationskette bezüglich der Managementstrategie gegensätzlich dar: Die Kombination von Gesellschaftstyp, Closed Prinzip und Closed-End Prinzip gestattet Fremdkapitaleinsatz, erübriggt Liquiditätshaltung sowie Risikostreuung und ermöglicht daher Spezialitätenfonds. Die Börsenbewertung dürfte sich wie beim REIT-Pricing nicht nur am NAV, sondern auch an Kriterien wie Franchise Value, Fokussierung, Insider Ownership, Bilanzstruktur, Overheadkosten und potentiellen Interessenkonflikten orientieren. Da expansionswillige Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auf den Kapitalmarkt angewiesen wären, würde primär eine möglichst hohe Performance angestrebt, um hohe NAV-Premiums zu erreichen und so die langfristige Emis-

sionsfähigkeit zu sichern. Dieser Performance-Druck intensiviert die Shareholder Value Orientierung, die im Idealfall durch Insider Ownership und erfolgsbezogene Kompensationsregelungen forciert würde. Somit wäre zu erwarten, daß die Managementstrategie des Flexible Type dominieren würde.

Die konkrete Ausgestaltung dieser Managementstrategie muß konsequent am Markt umgesetzt und dem Anlegerpublikum effektiv kommuniziert werden, um eine möglichst günstige Unternehmensbeurteilung zu erreichen. Dabei ergeben sich die gleichen internen und externen Wachstumsstrategien wie bei den REITs.¹⁰²⁴ Deren Umsetzung müßte sich allerdings an den gesetzlichen Anlagenvorschriften als rechtlichen Rahmen orientieren. Daran wird deutlich, daß mit zunehmender Reglementierung der Spielraum der Anlagepolitik mehr und mehr eingeengt wird, und somit auch die Möglichkeiten der Wertschöpfung im Interesse der Anleger. Aus diesem Grund wurde im Konzeptionsteil vorgeschlagen, die 20%-Grenze für Projektentwicklungen aufzuheben.

5.3.3.5 Gründungsregelung

Die Initiierung einer Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft wäre wie bei den REITs auf Basis der Cash Method, der Appropriation Method oder einer Mischform denkbar. Die im Rahmen der Cash Method übliche Differenzierung in Blind Pool und Fully Specified ließe sich direkt übertragen, wobei entsprechend den für Offene Immobilienfonds geltenden Vorschriften eine Aufbauphase von vier Jahren bis zur Erfüllung der Anlagegrenzen eingeräumt werden sollte. Allerdings erscheint diese Variante wegen fehlender Objektspezifikation nur schwer realisierbar. Denkbar wäre sie allenfalls im Rahmen eines Private Placements, wobei das Fondsmanagement einen entsprechenden Vertrauensvorschuß bei den Anlegern genießen müßte. Stattdessen dürfte sich die Appropriation Method als dominante Gründungsform durchsetzen. Dabei ließe sich das Anforderungsprofil erfolgversprechender REIT-IPOs direkt übertragen.¹⁰²⁵

¹⁰²⁴ Siehe dazu Kapitel 5.2.3.4, S. 265ff.

¹⁰²⁵ Siehe dazu Kapitel 5.2.3.5, S. 267ff.

5.3.3.6 Laufzeitregelung

Obwohl für die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wie bei den REITs eine Unterscheidung in die Perpetual-Life Konzeption und die Self-Liquidating Konzeption denkbar wäre, erscheint letztere insofern ungeeignet, als sie sich mit entsprechend konzipierten Geschlossenen Fonds außerhalb des KAGG flexibler und u.U. steuerlich günstiger realisieren ließe. Aus diesen Gründen sollte die Laufzeitbegrenzung - entsprechend den aktuellen Änderungen bei den Offenen Immobilienfonds - prinzipiell ausgeschlossen werden. Somit wäre lediglich die Going Concern Konstruktion möglich.

5.3.3.7 Emissionskostenregelung

Bei einer Umsetzung der vorgeschlagenen Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften durch einen Börsengang entstünden anstelle des Ausgabeaufschlags die Kosten der Börsenemission, die allerdings unterschiedlich hoch ausfallen können. Wie bei den REITs wären die Kosten der Wertpapierausgabe nach Erstemission (IPO) und Kapitalerhöhung (SPO) zu differenzieren. Gleichzeitig ist darauf hinzuweisen, daß Kapitalerhöhungen wegen der bereits existierenden Börsenbewertung aus Anlegersicht weniger riskant wären. Aus diesem Grund erscheint es sinnvoll, in Abhängigkeit von der Ausprägung der Börsenbewertung eine Politik sukzessiver Kapitalerhöhungen zu verfolgen. Durch die Börsennotierung wären die Transaktionskosten deutlich niedriger als bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds, da anstelle des gängigen Ausgabeaufschlags von ca. 5% lediglich die üblichen Aktienerwerbsnebenkosten in Form von Provisionen und Maklergebühren i.H.v. jeweils ca. 1% bei An- und Verkauf anfallen würden.

5.3.3.8 Ausschüttungsregelung

Während REITs einem Ausschüttungzwang unterliegen, könnten die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als ausschüttende, thesaurierende oder kumulative Fonds konzipiert sein. Die Anlegerpräferenzen dürften den ausschüttenden Fonds gelten, da durch die Kapitalmarktabhängigkeit u.a. eine bessere Rechnungslegungstransparenz und somit indirekt ein hö-

heres Maß an Anlegerschutz zu erwarten wäre, wodurch sich ein wichtiger Unterschied zu den Offenen Immobilienfonds ergibt. Durch diese zusätzliche „Kapitalmarktaufsicht“ ließe sich auch die vergleichsweise weniger restriktive Konzeption rechtfertigen. Außerdem ist die Ausschüttungskonzeption wegen der unterschiedlichen Körperschaftsteuerbelastung ausgeschütteter und thesaurierter Gewinne mit (30% versus 45%) steuerlich attraktiver. Schließlich entspricht die Ausschüttungskonzeption dem wirtschaftlichen Charakter von Immobilien-Direktanlagen und dem der Offenen Immobilienfonds.

5.3.3.9 Anlegerspektrum

Im Gegensatz zu den REITs wäre eine breite Streuung der Anteile von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften bei der hier vorgeschlagenen Konzeption durch einen Börsengang zwingend erforderlich. Im Gegensatz zu den REITs bestünde jedoch keinerlei gesetzliche Begrenzung auf Anlegerseite, d.h. die Probleme der „Five or Fewer Rule“ würden sich erübrigen. Außerdem würde die vorgeschlagene Emissionsfrist von vier Jahren ein Nebeneinander von börsennotierten und (befristet) nicht-börsennotierten Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften ermöglichen.

Da bei der Börsennotierung der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften Premiums und Discounts entstehen würden, wäre dieses Immobilienanlageprodukt - im Gegensatz zu den Offenen Immobilien-Publikumsfonds - primär für wachstums- und chancenorientierte Anleger geeignet, die tendenziell als risikofreudig anzusehen wären. Dies würde insbesondere bei hohen Spezialisierungsgraden gelten. Außerdem ließen sich neben den langfristig orientierten Anlegern wegen der geringeren Transaktionskosten auch mittel- und kurzfristig orientierte Investoren ansprechen. Der größte Vorteil dürfte jedoch darin liegen, daß sich durch die Eliminierung der Rückgabeproblematik - unter der Prämisse ausreichender Börsenkapitalisierungen - neben Privatanlegern auch institutionelle Investoren problemlos beteiligen könnten. Somit wird deutlich, daß sich das Anlegerspektrum wesentlich vielfältiger als bei den Offenen Immobilienfonds darstellt.

Außerdem könnten sich die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften als Immobilienanlageprodukt für Offene Wertpapierfonds eignen. So könnten Aktienfonds aufgelegt werden, die ausschließlich in diese Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften investieren, d.h. de facto als Dachfonds operieren würden. Die positiven Erfahrungen, die hierzulande bereits mit entsprechenden REIT-Dachfonds gemacht wurden, bestätigen die wirtschaftliche Tragfähigkeit dieser Immobilien-Dachfondskonstruktion.¹⁰²⁶

Zudem wären herkömmliche Aktienfonds denkbar, die als Pendant zu den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds einen Teil ihres Vermögens in derartige börsennotierte Immobilien gesellschaften investieren. In letzter Konsequenz wäre es auch vorstellbar, herkömmliche Aktienfonds als Gegenstücke zu den neu zugelassenen Altersvorsorgefonds auszustalten, indem sie ihren Immobilienanteil durch Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften und den Beteiligungsanteil durch Unternehmensbeteiligungsgesellschaften abdecken. Dadurch ließe sich eine substanzielle Anlagepolitik darstellen, während die übrigen Konstruktionsmerkmale - wie flankierende Anspars- und Auszahlpläne - problemlos vertraglich umgesetzt werden könnten.

Somit stellt sich die Frage, ob derartige Aktienfonds aufgrund ihrer wesentlich einfacheren Konstruktion nicht effizienter und effektiver wären als die vom Gesetzgeber neu zugelassenen Dachfonds, Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds, sowie die Altersvorsorgefonds, die lediglich die Wahl zwischen Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Direktanlagen haben.¹⁰²⁷ Dies scheint insofern der Fall zu sein, als der Großteil der amerikanischen Pension Funds ihre Immobilien-Direktanlagen und Fondsbesitzungen in REITs eingebracht bzw. umgeschichtet haben oder dies in naher Zukunft planen. Insbesondere dieser Entwicklungstrend unterstreicht die relative Vorteilhaftigkeit der REIT-Konzeption.

Außerdem ist darauf hinzuweisen, daß sich die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auch als potentielles Anlageprodukt für Offene Immobilienfonds anbieten würden. Dies gilt insbesondere deshalb, als die seit der

¹⁰²⁶ Siehe dazu Kapitel 1.1, S. 1ff., speziell Fn. 22, 23 und 24, S. 4.

¹⁰²⁷ Siehe dazu Kapitel 4.2.3.2.2, 4.2.3.2.3 und 4.2.3.2.4, S. 187ff.

aktuellen KAGG-Novelle '98 zugelassenen Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften wegen der Restriktionen relativ problembehaftet und ggf. illiquide sind. Dagegen könnte durch die Beteiligung an börsennotierten Immobiliengesellschaften ein Teil der liquiden Mittel immobilienbezogen investiert sein, was der Produktwahrheit der Offenen Immobilien-Publikumsfonds durchaus förderlich wäre. Aber auch für Offene Immobilien-Spezialfonds könnten börsennotierte Immobiliengesellschaften eine sinnvolle Abrundung der Anlagepolitik darstellen.

5.3.3.10 Anlegervolumina

Ein Hauptvorteil der Anwendung des Gesellschaftstyps auf das Grundstücksinvestment liegt darin, daß grundsätzlich alle Anlegergrößenklassen - vom privaten Kleinanleger bis zu institutionellen Großinvestoren - beteiligt werden können. Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß die Fungibilität für größere Beteiligungsvolumina erst ab bestimmten Gesellschafts-Größenordnungen gewährleistet wäre. Die dazu erforderlichen Marktkapitalisierungen könnten jedoch nur erreicht werden, wenn die Regulierung und Konzeption eines REIT-Pendants entsprechend flexibel wären und steuerliche Transparenz gewährleisteten.

Bei Erfüllung dieser Anforderungen wäre im Hinblick auf die derzeitige Entwicklung bei den REITs damit zu rechnen, daß bestehende Anlegergruppen ihre Immobilienbestände in börsennotierte Gesellschaften überführen würden. Vor allem von Immobilienunternehmen, aber auch von Seiten der großen institutionellen Investoren wäre daher eine Hinwendung zur Börse zu erwarten, was insbesonders kleineren Anlegern neue Anlagemöglichkeiten eröffnen könnte. Somit ließe sich durch die vorgeschlagene Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften das Polarisierungsproblem der Offenen Immobilienfonds hinsichtlich der potentiellen Anlegervolumina (Publikums- versus Spezialfonds) lösen.

5.4 Fazit aus Anlegersicht

Die entworfene Konzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften unterscheidet sich konstruktionsbedingt in Bezug auf Spezialisierung, Bewertung und Fungibilität erheblich von den Offenen Immobilienfonds als Angebot der Immo-

bilien-Kapitalanlagegesellschaften. Das Hauptmerkmal besteht darin, daß wie bei REITs die Fungibilität nur durch eine Börsennotierung i.V.m. einer entsprechend hohen Kapitalisierung und breiter Aktionärsstruktur gewährleistet würde, wobei der Grad der Fungibilität sowohl zu Discounts als auch zu Premiums führen könnte. Außerdem unterliegt die Börsenbewertung auch Kapitalmarkteinflüssen, wie bspw. Zinsänderungen oder Stimmungswechseln. Ähnlich wie bei den REITs dürfte sich die Börsenbewertung an einer Mischung von Immobilienbewertung und Unternehmensbeurteilung orientieren.

Das auffälligste Merkmal von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wäre der von Seiten des Kapitalmarkts zu erwartende Spezialisierungsdruck bezüglich Nutzungsarten, Standorte oder sonstiger Kriterien. Diese Präferenz beruht nicht auf den Erkenntnissen der Kapitalmarkttheorie, sondern ergibt sich daraus, daß sich das Anlegerpublikum durch die Spezialisierung des Fonds- und Immobilienmanagements eine bessere Umsetzung von Wertschöpfungspotentialen erhofft bzw. diese erwartet. Folglich wäre anzunehmen, daß spezialisierte Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften leichter Premiums erzielen könnten, während standardisierte Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften vermutlich eher Abschläge hinnehmen müßten. Dies würde wiederum einen Spezialisierungsdruck auf die diversifizierten Gesellschaften ausüben (Abbildung 87).

Konstruktion	Spezialisierung	Bewertung	Fungibilität	Risikograd	Besonderheit
<ul style="list-style-type: none"> • Gesellschaftstyp • Emission: Closed • Rückgabe: Closed End • Liquiditäts- haltung nicht erforderlich • Fremdfinanzierung möglich 	<p><u>Börsennotierte GIAG:</u> Spezialisierung geboten, weil sich Wertschöpfungsaktivitäten direkt auf die Bewertung auswirken</p> <p><u>Nicht-Börsennotierte GIAG:</u> Dito, da Börsennotierung nach 4 Jahren obligatorisch ist</p>	<p><u>Börsennotierte GIAG:</u> Pricing kombiniert Immobilienbewertung und Unternehmensbeurteilung; daher i.d.R. Discount oder Premium</p> <p><u>Nicht-Börsennotierte GIAG:</u> Dito, da Börsennotierung nach 4 Jahren obligatorisch ist</p>	<p><u>Börsennotierte GIAG:</u> Abhängig von Kapitalisierung und Streuung; führt i.d.R. zu Discount oder Premium</p> <p><u>Nicht-Börsennotierte GIAG:</u> Dito, da Börsennotierung nach 4 Jahren obligatorisch ist</p>	<p><u>Standard-GIAG:</u> Relativ gering, nimmt mit zunehmender Diversifikation ab, aber Preisrisiko bleibt</p> <p><u>Spezialitäten-GIAG:</u> Mittel bis hoch, abhängig vom Grad der Spezialisierung</p>	<p><u>Standard-GIAG:</u> Pricing voraus sichtlich mit Discounts, da Schaffung von Franchise Value bei fehlendem Anlagefokus kaum darstellbar</p> <p><u>Spezialitäten-GIAG:</u> Premiums sind bei adäquatem Franchise Value möglich</p>

Abbildung 87: Anlagecharakteristika der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften (GIAG) in Anlehnung an die Untersuchung der REITs

Die Konsequenz dieser Anlagecharakteristika besteht darin, daß die vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften Anlegerkreise erschließen könnten, die durch Offene Immobilienfonds konstruktionsbedingt nicht abgedeckt werden. Dabei ist zunächst hervorzuheben, daß sich Beteiligungen an Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften nicht nur an inländische, sondern auch an ausländische Anleger vertreiben bzw. plazieren ließen, da diese Fondskonstruktion international etabliert ist und eine entsprechende Marktakzeptanz genießt. Zudem wären börsennotierte Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften für alle Anlegergruppen unabhängig von deren Rechtsform, Kapitalisierung oder Zeithorizont geeignet. Da der eigentliche Vorzug der Übertragung des Gesellschaftstyps auf das Grundstücks-Investment in der Spezialisierung liegt, würden sich primär risikofreudigere sowie wachstums- und chancenorientierte Anleger ansprechen lassen (Abbildung 88).

Nationalität	Rechtsform	Kapitalisierung	Horizont	Risikoeinst.	Renditeeinst.
Sowohl In- als auch Ausländer da international etabliertes Anlageprodukt	<u>Börsennotierte GIAG:</u> Sowohl Privatanleger als auch Institutionelle und Unternehmen	<u>Börsennotierte GIAG:</u> Alle Größenordnungen unter der Voraussetzung ausreichender Kapitalisierung	<u>Börsennotierte GIAG:</u> Neben langfristigen Anlegern auch kurz- und mittelfristig orientierte Anleger	<u>Standard-GIAG:</u> Eher weniger risikofreudige Anleger, da breit diversifizierte Portfolios	<u>Standard-GIAG:</u> Vor allem wachstumsorientierte Anleger
	<u>Nicht börsennotierte GIAG:</u> Dito	<u>Nicht börsennotierte GIAG:</u> Dito	<u>Nicht börsennotierte GIAG:</u> Dito	<u>Spezialitäten-GIAG:</u> Eher risikofreudige und immobilienversierte Anleger	<u>Spezialitäten-GIAG:</u> Vor allem chancenorientierte Anleger

Abbildung 88: Anlegerpotential der Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in Anlehnung an die Untersuchung der REITs

Daraus ergibt sich ein eindeutiges Fazit: Der Gesetzgeber könnte mit einer KAGG-Integration eines REIT-Pendants - bspw. in Form der oben vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften - die Umsetzung der Investmentidee im Immobilienbereich aus Anlegersicht verbessern, um sie deren Niveau im Wertpapierbereich anzunähern. Außerdem könnte ein derartiges Immobilienanlageprodukt das Anlagespektrum der Offenen Investmentfonds sinnvoll ergänzen und somit auch indirekt zur Weiterentwicklung des Investmentgedankens im Immobilienbereich beitragen.

6 Zusammenfassung und Ausblick

Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wurde gezeigt, warum eine KAGG-Integration eines REIT-Pendants als Ergänzung zu den Offenen Immobilienfonds sinnvoll erscheint und wie sich eine derartige Konzeption in Form von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften darstellen könnte.

Zu diesem Zweck wurde zunächst im zweiten Kapitel ein konzeptioneller Bezugsrahmen aufgespannt, der sich aus vier Teilen zusammensetzte. Eingangs erfolgte ein Überblick der Regulierung des Investmentgeschäfts vor und nach der KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Daran schloß sich eine systematisierende Zusammenfassung der einzelnen Investmentkonstruktionen und der verschiedenen Investorentypen an. Von zentraler Bedeutung war die Gegenüberstellung der Besonderheiten des Grundstücks-Investment im Vergleich zum Wertpapier-Investment, welche sich aus der Transaktions-, Bewertungs- und Managementproblematik von Immobilien ergeben. Abschließend wurde anhand einer Kurzcharakterisierung der REITs im Vergleich zu den Geschlossenen Immobilienfonds und den Immo-AGs deren beschränkte Eignung für eine Übertragung der REIT-Konzeption auf den deutschen Markt aufgezeigt. Ein entsprechender Vergleich der REITs mit den Offenen Immobilienfonds konnte die grundlegenden Unterschiede verdeutlichen, während die Gegenüberstellung mit dem Leitbild für die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften die angestrebten konzeptionellen Gemeinsamkeiten skizzierte.

Die Analyse des bisherigen Fondsangebots der Kapitalanlagegesellschaften im dritten Kapitel differenzierte einerseits nach Wertpapier- und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften und andererseits nach deren Regulierung, Konzeption und Fondsangebot. Diese Untersuchungen führten zu dem Ergebnis, daß die Investmentidee im Wertpapier- und im Immobilienbereich unterschiedlich entwickelt ist: Die Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften können durch ihr umfangreiches Angebot die Realisierung der Chancengleichheit aller Anleger in den Wertpapiermärkten weitgehend gewährleisten. Dagegen eignen sich Offene Immobilienfonds nur für eine sehr beschränkte Anlegerzielgruppe, da sie konstruktionsbedingt als Publikumsfonds nur in Form von Standardfonds auf-

gelegt werden können und eine Glättung der Performance stattfindet. Die Initiierung von Spezialitätenfonds ist lediglich als Spezialfonds möglich, wobei entsprechend große Volumina erforderlich sind. Mit diesen Ergebnissen wurde eine Argumentationsbasis für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants geschaffen.

Darauf folgte im vierten Kapitel eine Analyse der Änderungen im Fondsangebot der Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98. Entsprechend der obigen Vorgehensweise erfolgte wiederum eine Differenzierung nach Wertpapier- und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften sowie nach deren Regulierung, Konzeption und Fondsangebot. Anhand dieser Untersuchungen konnte gezeigt werden, daß die unterschiedlichen Entwicklungsniveaus in Zukunft weiter divergieren werden: Im Wertpapierbereich wird die Umsetzung der Investitionsidee primär durch die Änderungen bei den bestehenden Fondstypen weiter erhöht. Auch die Ergänzung um Dachfonds, Gemischte Wertpapier- und Immobilienfonds sowie Altersvorsorgefonds dürfte positive Auswirkungen haben. Bei den Offenen Immobilienfonds könnte durch die Erweiterungen des Grundstücksspektrums und die Zulassung der Beteiligung an Grundstücksgesellschaften zwar eine Verbesserung der Anlagemöglichkeiten herbeigeführt werden; die bestehende Chancenungleichheit der Anleger an den Immobilienmärkten wird jedoch nicht beseitigt. Besonders hervorzuheben ist, daß die neu zugelassenen Fondstypen mit den konstruktionsbedingten Problemen Offener Immobilienfonds konfrontiert werden, d.h. der Bedarf nach einem Anlagemedium mit den Charakteristika der REITs wird deutlich. Daraus ergibt sich eine erhebliche Verbreiterung der Argumentationsbasis für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants.

Aus diesen Gründen wurde im fünften Kapitel dargelegt, wie sich die Regulierung und Konzeption eines REIT-Pendants in Form von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften darstellen könnte. Zu diesem Zweck wurde zunächst die Regulierung, Konzeption und das Fondsangebot der REITs untersucht. Es folgte der Entwurf einer Regulierungs- und Konzeptionsidee, die sich rechtlich an der Regulierung und Konzeption der durch die KAGG-Novelle '98 neu zugelassenen Investmentaktiengesellschaften orientierte und auf die Erfüllung der wirtschaftlichen Charakteristika der REITs zugeschnitten wurde. Anschließend

wurde anhand einer Analyse des potentiellen Fondsangebots der vorgeschlagenen Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften aufgezeigt, daß deren KAGG-Integration eine den REITs ähnliche Angebotsvielfalt ermöglichen könnte: Im Gegensatz zu den Offenen Immobilien-Publikumsfonds, die nur als Standardfonds konzipiert werden können, würden nämlich die börsennotierten Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften wegen des Drucks von seiten des Kapitalmarktes voraussichtlich primär als Spezialitätenfonds aufgelegt werden (Abbildung 89).

	Offener Immobilienfonds mit Immo.-Kapitalanlagegesellschaft		Grundstücks-Investment-AG	
Fondstyp	Publikumsfonds	Spezialfonds	Nicht-börsennotiert	Börsennotiert
Konstruktionsbedingte Ausgestaltung der Anlagepolitik	Tendenziall Standardfonds	Tendenziall Standardfonds, ggf. auch Spezialitätenfonds	Tendenziall Spezialitätenfonds, da Börsennotierung nach 4 J. obligatorisch ist	Tendenziall Spezialitätenfonds
Immobilienbedingte Begründung der Anlagepolitik	Rückgabeproblematik zwingt zu möglichst breiter Diversifikation, um eine möglichst stabile Performance zu erreichen und so plötzliche Mittelabflüsse zu vermeiden			Börsenbewertung zwingt zur Spezialisierung der Anlagepolitik, um eine möglichst hohe Performance zu erreichen und so die langfristige Emissionsfähigkeit zu sichern

Abbildung 89: Gegenüberstellung der Offenen Immobilienfonds mit den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften

Im Ergebnis wird deutlich, daß sich wegen der Besonderheiten von Immobilien der Gesellschaftstyp besser für das Grundstücks-Investment zu eignen scheint als der Vertragstyp, da er sich wesentlich günstiger auf die Charakteristika des Immobilienanlageproduktes auswirkt. Insofern könnte durch die KAGG-Integration eines REIT-Pendants - bspw. in Form der oben skizzierten Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften - zur Verbesserung der Umsetzung der Investitionsidee im Immobilienbereich beigetragen werden: „Anleger aller Art“ könnten gezielt in bestimmte Immobilienmärkte investieren, ohne mit der Transaktions-, Management- und Bewertungsproblematik direkt konfrontiert zu sein.

Als zusätzlicher Vorteil ist zu werten, daß Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften problemlos in das Anlagespektrum Offener Wertpapierfonds integriert

werden könnten, während dies bei Offenen Immobilienfonds wegen des Rückgabeproblems mit vielen Schwierigkeiten und Risiken verbunden ist. Speziell für die Aktienfonds der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften würden sich die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften besonders gut eignen, da sie keine Rückgabeproblematik aufweisen. So ließen sich bei einer entsprechenden Umsetzung herkömmliche Aktienfonds als Immobilien-Dachfonds oder als unkomplizierte und kostengünstige Gegenstücke zu den Gemischten Wertpapier- und Immobilienfonds oder zu den Altersvorsorgefonds ausgestalten. Schließlich würden sich Beteiligungen an Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften auch als sinnvolle Anlagealternative bei Offenen Immobilienfonds darstellen, da sie aufgrund ihres hohen Liquiditätsgrades zur Reduktion deren Rückgabeproblematik beitragen würden; außerdem könnten sie neue Diversifikationsmöglichkeiten eröffnen. Diese vielfältigen Einbindungsmöglichkeiten von Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in das Anlagespektrum der Offenen Investmentfonds wären somit im Hinblick auf die Umsetzung der Investmentidee positiv zu beurteilen.

Aus den o.g. Gründen würde die KAGG-Integration eines REIT-Pendants aus Anlegersicht durchaus sinnvoll erscheinen. Bezieht man aber auch die Perspektiven des Gesetzgebers und der Kapitalanlagegesellschaften ein, ergeben sich weitere interessante und teilweise auch widersprüchliche Eindrücke:

Der Gesetzgeber müßte als Protagonist der Investmentidee eigentlich die Verankerung eines REIT-Pendants im KAGG forcieren. Allerdings erscheint die Umsetzung einer - wie auch immer ausgestalteten - Regulierung in den nächsten Jahren (bzw. Jahrzehnten) unwahrscheinlich, da seit jeher die Maßnahmen des Gesetzgebers hinter den wirtschaftlichen Entwicklungen hinterherhinkten. Das bisherige Regulierungsverhalten kann insgesamt nur als reaktiv und nicht als proaktiv bezeichnet werden. Diese Einschätzung wird durch den Rückblick auf die Regulierung der Wertpapierfonds, der Offenen Immobilienfonds und der Geldmarktfonds belegt; gleichzeitig sind die Beteiligungsfonds als einziger Fondstyp, der bis dato vorab geregelt wurde, wegen deren ungeeigneter Regulierung bislang nicht umgesetzt worden. Auch mit den Deregulie-

rungsmaßnahmen der KAGG-Novellen im Rahmen der Finanzmarktförderungsgesetze wurde eine „Politik der kleinen Schritte“ verfolgt.

Die KAGG-Integration des vorgeschlagenen REIT-Pendants im KAGG setzt dagegen eine konsequente KAGG-Deregulierung i.S. des eingangs von Gerke / Rapp vorgeschlagenen Reformkonzeptes voraus.¹⁰²⁸ Besonders wegen der unternehmerischen Natur des Grundstücks-Investment bedürfte eine Übertragung der REITs - im Interesse der Anleger - einer weniger restriktiven Handhabung durch den Gesetzgeber. Schließlich konnten sich auch die REITs erst nach umfassenden Deregulierungsmaßnahmen als Immobilienanlageprodukt durchsetzen.

Im Hinblick auf die für eine KAGG-Integration der REITs erforderlichen Deregulierungsmaßnahmen wurden einige kritische Punkte aufgedeckt, die echte Hemmnisse einer Umsetzung darstellen könnten: An erster Stelle wäre der Sonderkreditinstitut-Status zu nennen, denn die damit verbundenen Auflagen an den Geschäftsbetrieb und die Qualifikation der Geschäftsführung wären zu modifizieren, um etablierten Immobilienunternehmen einen Rechtsformwechsel zu ermöglichen. Auch die Einbindung der Depotbank sollte zurückgefahren werden. Zudem erscheint eine Lockerung der Anlagegrenzen als unverzichtbar, um Spezialisierungen zu ermöglichen. Hinzu kommen die erforderlichen steuerlichen Sonderregelungen als entscheidende Grundvoraussetzung, da sonst die Rechtsform der herkömmlichen AG die flexiblere Alternative darstellen würde. Alleine anhand dieser Punkte wird die spezielle Regulierungsproblematik einer REIT-Konzeption im Rahmen des KAGG deutlich, die eine starke Lobby erfordern dürfte, womit sich die Frage nach dem voraussichtlichen Standpunkt der Kapitalanlagegesellschaften stellt.

Dabei dürften sich zwei unterschiedliche Einschätzungen gegenüber der Regulierung eines REIT-Pendants ergeben. Auf Seiten der Wertpapier-Kapitalanlagegesellschaften wäre eine uneingeschränkte Zustimmung zu erwarten, da sich durch ein derartiges Immobilienanlageprodukt völlig neue Perspektiven bei der Produktkonzeption eröffnen würden. Dagegen wäre vermutlich seitens der mei-

¹⁰²⁸ Siehe dazu Kapitel 2.1.2, S. 14ff.

sten Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mit Widerstand gegen eine KAGG-Integration börsennotierter Immobiliengesellschaften zu rechnen. Diese ablehnende Haltung wäre insofern zu erwarten, weil Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften in erster Linie als konkurrierendes und nicht als komplementäres Immobilienanlageprodukt zum Offenen Immobilienfonds aufgefaßt werden würden. Welche Präferenzen das Anlegerpublikum entwickeln würde, lässt sich allerdings nicht abschätzen.

Im Hinblick auf die aufgezeigten Unterschiede zwischen den Offenen Immobilienfonds und den Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften erscheinen letztere als durchaus konkurrenzfähig. Diese Einschätzung wird durch die derzeitigen Entwicklungstrends bei den REITs in den USA belegt. Dabei wäre es nicht auszuschließen, daß durch die erfolgreiche Umsetzung eines - wie auch immer ausgestalteten - REIT-Pendants im Rahmen des KAGG eine Rückgabewelle bei den Offenen Immobilienfonds ausgelöst werden könnte, die diese wiederum unter Verkaufsdruck setzen würde. Nicht zuletzt deshalb wäre massiver Widerstand gegen die KAGG-Integration eines REIT-Pendants seitens der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften zu erwarten.

Allerdings wird derzeit auch von den Geschäftsführungen einiger progressiven Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften erwogen, die durch den Gesetzgeber eingeräumte Freiheit hinsichtlich des Angebots von Managementleistungen auszunutzen, um börsennotierte Immobiliengesellschaften nach dem Vorbild der REITs ins Leben zu rufen. Dabei wird man sich allerdings aus steuerlichen Gründen voraussichtlich nicht der Rechtsform der deutschen AG bedienen, sondern Rechtsformen entsprechender Kapitalgesellschaften in europäischen Ländern mit niedrigerer Steuerbelastung wählen. Ob der Gesetzgeber die so entstehende Möglichkeit zur Umgehung des KAGG in Betracht gezogen hat, als er den Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften durch die KAGG-Novelle '98 das Angebot von Managementleistungen für Dritte ermöglichte, ist allerdings zu bezweifeln. Die Umsetzung dieser Pläne, die derzeit schon konkrete Formen annehmen, würde das Erfordernis einer KAGG-Regulierung für ein REIT-Pendant unterstreichen.

Vor diesem vielschichtigen Hintergrund wird deutlich, daß diese Arbeit lediglich einen ersten Schritt bezüglich der Übertragung der REIT-Konzeption auf Deutschland leisten kann. So dürfte ein kapitalmarktorientierter Vergleich zwischen den Charakteristika der Offenen Immobilienfonds und den REITs Raum für weitere Forschungsaktivitäten bieten. Außerdem wäre zur Übertragung der REIT-Konzeption auch ein alternativer Ansatz auf Basis einer Untersuchung ausländischer Rechtsformen im Hinblick auf deren rechtliche, wirtschaftliche und steuerliche Eignung denkbar. Schließlich bietet auch die hier vorgeschlagene Basiskonzeption für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften zahlreiche rechtliche, wirtschaftliche und steuerliche Ansatzpunkte zur Vertiefung und kritischen Diskussion.

Darüber hinaus ist bei sämtlichen Überlegungen in Betracht zu ziehen, daß börsennotierte Immobiliengesellschaften weitergehende Finanzmarktinnovationen ermöglichen, da illiquide Immobilien in liquide Aktien überführt werden können. So wäre die Entwicklung eines Performanceindex für Grundstücks-Investmentaktiengesellschaften denkbar, der wiederum als Grundlage für die Emission von Optionen und Derivaten dienen könnte. Vorstellbar wäre bspw. auch die Konzeption entsprechender Indexzertifikate, die mit geringen Transaktionskosten eine Partizipation an der Wertentwicklung des Immobilienmarktes ermöglichen könnten.

Angesichts dieser potentiellen Beiträge zur Finanzmarktförderung in Deutschland fällt es um so schwerer, nachzuvollziehen, wieso der Gesetzgeber Offene Immobilienfonds als Nonplusultra für das Grundstücks-Investment ansieht.

Literaturverzeichnis

- Abromeit-Kremser, Bernd** (*Immobilieninvestmentfonds*) Offene Immobilieninvestmentfonds, Diss., Wien 1986.
- Achleitner, Ann-Kristin / Thoma, Georg F. (Hrsg.)** (*Handbuch Corporate Finance*), Köln 1997, Loseblattsammlung Stand: 3. Lieferung / Dezember 1997.
- Achleitner, Ann-Kristin / Achleitner, Paul** (*Ansatzpunkte*) Ansatzpunkte unternehmerischer Erfolgsstrategien, in: Achleitner, Ann-Kristin / Thoma, Georg F. (Hrsg.) Handbuch Corporate Finance, Köln 1997, Loseblattsammlung Stand: 3. Lieferung / Dezember 1997, Kap. 2.1.1.1, S. 1 - 13.
- Adami, Manfred** (*Mutual Funds*) Grundlagen der Geschäftspolitik amerikanischer Mutual Funds, Diss., Hamburg 1969.
- Allendorf, Georg J.** (*Investor-Relations*) Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften - eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse, Diss., Oestrich-Winkel 1996.
- Alda, Willi** (*Offene Immobilienfonds*) Offene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.) Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 533 - 571.
- Amstad, Gerold** (*Immobilien*) Immobilien als Anlageobjekte - unter besonderer Berücksichtigung der Privatversicherung, Diss., Wintherthur 1969.
- Appraisal Institute (Hrsg.)** (*Appraisal*) The Appraisal of Real Estate, 10. Ed. Chicago, IL 1992.
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.)** (*Kapitalanlagerecht*), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2., neubearbeitete Aufl., München 1997.
- Babutschek, Manfred** (*Immobilien-Investmentfonds*) Möglichkeiten und Voraussetzungen der Errichtung von Immobilien-Investmentfonds in Österreich unter besonderer Berücksichtigung der schweizerischen und deutschen Erfahrungen, Diss., Wien 1964.

- Bader, Jürgen (Spezialfonds)** Spezialfonds aus Anlegersicht, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing*, Frankfurt / Main 1993, S. 145 - 154.
- Baird, W. Blake / Donahue, Paul J. (Consolidation)** The Future of Consolidation, in: *The REIT Report*, Vol. 16, No. 3 / 1996, S. 28 - 31.
- Balk, Thomas / Eller, Roland / Gutmann, Helmut (Investmentfonds)** *Investmentfonds - Praxisleitfaden für Kapitalanleger*, Bonn 1991.
- Bals, Werner (Position)** Die ökonomische Position von Anteilinhabern offener Immobilienfonds - eine Analyse, in: *Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft*, Band 1501, Diss., Frankfurt / Main 1994.
- Baur, Jürgen (Immobilien-Spezialfonds)** Der offene Immobilien-Spezialfonds, in: Steiner, Jürgen / Kromschröder, Bernhard (Hrsg.), *Spezialfonds zur Vermögenssicherung und Vermögensmehrung für institutionelle Anleger*, Passau 1985, S. 68 - 107.
- Baur, Jürgen (Aachener Grund-Fonds)** Aachener Grund-Fonds: ein offener Immobilien-Spezialfonds für die Vermögensträger der katholischen Kirche, in: *Der Langfristige Kredit*, 37. Jg., Heft 12 / 1986, S. 380 - 384.
- Baur, Jürgen (Inländische Investment-Anteile)** Inländische Investment-Anteile, in: Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2., neubearbeitete Aufl., München 1997, S. 701 - 793.
- Baur, Jürgen (Ausländische Investment-Anteile)** Ausländische Investment-Anteile, in: Assmann, Heinz-Dieter, / Schütze, Rolf A. (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2., neubearbeitete Aufl., München 1997, S. 794 - 874.
- Baur, Jürgen (Investmentgesetze)** Investmentgesetze: Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (AuslInvG); Kommentar nebst Länderübersicht EG/EWR-Staaten, Japan, Schweiz, USA, 2., völlig

neu bearbeitete und erweiterte Aufl., Berlin 1997, 1. Teilband (Einführung nebst Länderübersicht §§ 1 - 25j KAGG, S. 1 - 976) und 2. Teilband (§§ 26 - 55 KAGG; AuslInvG; Anhang; Stichwortverzeichnis, S. 977 - 1958).

Beck, Michael (*Immobilienaktienindex*) Implementierung eines Immobilienaktienindex, Manuskript zum Vortrag vom 26. Mai 1998 auf dem I.I.R. Immobilienseminar „Die Immobilienaktie - Anlageform der Zukunft?“, Steigenberger Airport Hotel, Frankfurt / Main, am 26. und 27. Mai 1998.

Becker, Jürgen / Cofalka, Siegfried A. (*Immobilien-Spezialfonds*) Immobilien-Spezialfonds, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 573 - 594.

Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev (*Investment*) Investment - Ergänzbares Handbuch für das gesamte Investmentwesen: Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien zu den wirtschaftlichen Grundlagen, Berlin 1970, Loseblattsammlung Stand: 34. Lieferung / Oktober 1995.

Behr, Giorgio (*Unternehmensüberwachung*) Unternehmensüberwachung durch Interessengruppen, in: Achleitner, Ann-Kristin / Thoma, Georg F. (Hrsg.) Handbuch Corporate Finance, Köln 1997, Loseblattsammlung Stand: 3. Lieferung / Dezember 1997, Kap. 2.1.1.2, S. 1 - 24.

Behrenwaldt, Udo (*Rentenfonds*) Rentenfonds, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.) Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 1626 - 1633.

Behrenwaldt, Udo (*Fondsstandorte*) Wettbewerb der Fondsstandorte, in: Die Bank, Heft 8 / 1997, S. 452 - 457.

Bender, Klaus (*Immobilienfonds*) Immobilienfonds sind attraktiv für Anleger, die den Euro fürchten, in: HB vom 30. Juli 1997, Nr. 144, S. 23.

- v. Berge und Herendorf, Hans-Siegmund (Schutz)** Der Schutz des Investmentsparers - Darstellung unter Berücksichtigung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 16.4.1957, Diss., o.O. 1962.
- Bergius, S. (Niederländer)** Die Niederländer entdecken zuerst die weite Welt, danach die Heimat, in: HB vom 25. September 1997, o. Nr., S. 29.
- Bering, R. (Spezialfonds)** Spezialfonds der Versicherungswirtschaft: Die neuere Entwicklung aus der Sicht des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen, in: Steiner, Jürgen / Kromschröder, Bernhard (Hrsg.), Spezialfonds zur Vermögenssicherung und Vermögensmehrung für institutionelle Anleger, Passau 1985, S. 133 - 163.
- Berndt, Lothar (Investmentzertifikate)** Strukturen und Funktionen des Marktes für Investmentzertifikate in der Bundesrepublik Deutschland - eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Wettbewerbsaspektes, Diss., Köln 1975.
- Berquist, Carl / Davis, Robert / Van Horn, Jeff (Hot)** REITs are Hot, in: Urban Land, November 1993, S. 29 - 32.
- Bers, Martina / Springer, Thomas M. (Scale Economies)** Sources of Scale Economies for REITs, in: Real Estate Finance, Vol. 14, No. 4, Winter 1998, S. 47 - 56.
- Bichsel, Fritz (Investment-Trusts)** Investment-Trusts: Wesen und volkswirtschaftliche Bedeutung, Wien 1934.
- Black, Thomas J. (Renaissance)** The REIT Renaissance - The Corporatization of Income-Producing Real Estate, Washington, DC 1995.
- Block, Ralph L. (REIT)** The Essential REIT: A Guide to profitable Investing in Real Estate Investment Trusts, San Francisco, CA 1997.
- Blohm, Ina (Fonds)** Können Fonds zu groß werden?, in: Cash, 15. Jg., Heft 3 / 1997, S. 84 - 86.
- Bobber, Michael / Brade, Kerstin (Immobilienmarketing)** Immobilienmarketing, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, Köln 1998, S. 581 - 644.

- v. Boehm-Bezing, Carl L. (Investmentsparen)** Investmentsparen und Gesellschaftspolitik, in: DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapierparen (Hrsg.), 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt / Main 1992, S. 31 - 40.
- Boer, Björn Peter (Immobilien)** Immobilien auf Aktienbasis kaufen, in: FAZ vom 9. Februar 1998, Nr. 32, S. 28.
- Boer, Björn Peter (Europa)** Das geeinte Europa lockt die Fondsanleger, in: FAZ vom 6. April 1998, Nr. 81, S. 32.
- Bölter, Hendrick / Linner, Corinna / Otto, Lieselotte (Besteuerung)** Handbuch für die Besteuerung von Fondsvermögen, Neuwied / Kriftel / Berlin 1997.
- Bone-Winkel, Stephan (Management)** Das strategische Management offener Immobilienfonds - unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) Schriften zur Immobilienökonomie, Band 1, Diss., Köln 1994.
- Bone-Winkel, Stephan (Immobilienportfoliomanagement)** Immobilienportfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 215 - 269.
- Bone-Winkel, Stephan (Immobilienanlageprodukte)** Immobilienanlageprodukte: Überblick und Vergleich, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 497 - 529.
- Boyd, Bryant C. (Spezialitäten-Publikumsfonds)** Haben Spezialitäten-Publikumsfonds Sinn?, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993, S. 133 - 144.
- Breuer, Rolf-E. (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz)** Zweites Finanzmarktförderungsgesetz: Neues Leben für den Finanzplatz Deutschland, in: Die Bank, Heft 8 / 1994, S. 444 - 449.

- Brinkmann, Carsten (Immobilien-Spezialfonds)** Der Charme von Immobilien-Spezialfonds zeigt sich nicht nur in der Bilanz, in: *Versicherungswirtschaft*, Heft 4 / 1996, S. 258 - 260.
- Brueggeman, William B. / Fisher, Jeffrey D. (Real Estate)** *Real Estate Finance and Investments*, 9. Ed., Homewood, IL / Boston, MA 1993.
- Brumbaugh, Mark (Limitations)** Tax Advisory: Beware of Tax-Defferal Limitations in Acquisitions made via UPREITs, in: *Real Estate Forum*, March 1996, S. 35.
- Brunner, Dieter (Liquiditätsmanagement)** Liquiditätsmanagement ist gefragt, in: *Börsenzeitung* vom 29. Juni 1996, o. Nr., S. 18.
- Brunner, Marlies (Hrsg.) (Geldanlage)** *Geldanlage mit Immobilien*, Wiesbaden 1994.
- Brunner, Marlies (Hrsg.) (Immobilien-Investment)** *Immobilieninvestment - Produkte, Märkte, Strategien*, 2. aktualisierte Auflage, Wiesbaden 1997.
- Brunner, Wolfgang L. / Vollath, Johann (Hrsg.) (Finanzdienstleistungen)** *Handbuch Finanzdienstleistungen*, Stuttgart 1993.
- Bulwien, Hartmut (Immobilienanlagemarkt)** Überblick über den Immobilienanlagemarkt in Deutschland, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 37 - 75.
- Bury, Hans Martin (Wettbewerb)** Für einen freien Wettbewerb der Anlageformen, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 50. Jg., Heft 4 / 1997, S. 155 - 156.
- Büschen, Hans E. (Bankbetriebslehre)** *Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement*, 3. neu bearbeitete Aufl., Wiesbaden 1991.
- Büschen, Hans E. (Börsen-Lexikon)** *Das kleine Börsen-Lexikon*, 20. aktualisierte Aufl., Düsseldorf 1994.
- BVI, Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften e.V. (Hrsg.) (Investment 90)** *Investment 90*, Frankfurt / Main 1990.

- BVI, Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften e.V. (Hrsg.)**
(*Investment 92*) Investment 92, Frankfurt / Main 1992.
- BVI, Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften e.V. (Hrsg.)** (25
Jahre) 25 Jahre BVI Bundesverband deutscher Investmentgesell-
schaften e.V. - von einer Arbeitsgemeinschaft zur anerkannten Insti-
tution, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 48. Jg., Heft 25 /
1995, Verlagsbeilage.
- BVI, Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften e.V. (Hrsg.)**
(*Investment 96*) Investment 96, Frankfurt / Main 1996.
- C&L Deutsche Revision (Hrsg.)** (*Novellierung*) Die Novellierung des Invest-
mentrechts 1998 nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz,
Frankfurt / Main 1998.
- Catalano, Alex / Wheatley, Catherine** (*on a roll?*) REITs on a roll?, in: Estates
Gazette, Issue 9812, March 21 1998, S. 58 - 59.
- Cannon, Susanne Ethridge / Vogt, Stephen C. (Management)** REITs and
Their Management: An Analysis of Organizational Structure, Perfor-
mance and Management Compensation, in: The Journal of Real
Estate Research, Vol. 10, No. 3 / 1995, S. 297 - 318.
- Capozza, Dennis R. / Lee, Sohan** (*REIT-Value*) Property Type, Size and
REIT-Value, in: The Journal of Real Estate Research, Vol. 10, No. 4
/ 1995, S. 263 - 380.
- Carl, Dieter / Förster, Wolfgang** (*Recht*) Das Recht der Investmentfonds - Eu-
roparechtlicher Rahmen und nationale Gesetzgebung, 2., überarbei-
tete und erweiterte Auflage, Neuwied / Krifel / Berlin 1994.
- Chomrak, Rudolf** (*Fondsmanagement*) Fondsmanagement heute - Basis des
Erfolgs, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anla-
gestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993,
S. 69 - 82.
- Chopin, Marc C. / Dickens, Ross N. / Shelor, Roger M.** (*Compensation*) An
Empirical Examination of Compensation of REIT Managers, in: The
Journal of Real Estate Research, Vol. 10, No. 3 / 1995, S. 263 - 278.

- Christians, F. Wilhelm (35 Jahre)** 35 Jahre wie ein Tag, in: DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapierbesparen (Hrsg.), 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt / Main 1992, S. 7 - 20.
- CGI, Commerz Grundbesitz Investment GmbH (Hrsg.)** (*Rechenschaftsbericht Haus-Invest 1997/98*) Rechenschaftsbericht 1997/98 zum 31. März 1998 für den Haus-Invest-Fonds incl. Verkaufsprospekt, Wiesbaden 1998.
- v. Cukrowicz, Rainer (Immobilie)** Die Immobilie im Allfinanzkonzept einer Universalbank, in: Brunner, Wolfgang L. / Vollath, Johann (Hrsg.) Handbuch Finanzdienstleistungen, Stuttgart 1993, S. 487 - 498.
- De Bree, James (Unleveraged Buyouts)** Unleveraged Buyouts: Using REITs to securitize Real Estate, in: The Real Estate Finance Journal, Fall 1993, S. 31 - 34.
- Del Casino, Joseph L. (Portfolio Diversification)** Portfolio Diversification, in: Pagliari, Joseph L. (Hrsg.), The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Chicago IL 1995, S. 912 - 966.
- Demuth, Michael (Geschlossene Immobilienfonds)** Geschlossene Immobilienfonds als Anlageinstrumente, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Immobilien-Investment - Produkte, Märkte, Strategien, 2. aktualisierte Aufl., Wiesbaden 1997, S. 219 - 234.
- Demuth, Michael / Busdorf, Henrik / Thiel, Olaf (Investmentfonds)** Investmentfonds - Produkte, Fakten und Strategien, Wiesbaden 1995.
- Derso, Elaine et al. (Small Cap REITs)** A Roundtable on Small Cap REITs, in: The REIT Report, Vol. 17, No. 3, Summer 1997, S. 32 - 37.
- DBVI, Deutsche Beamtenversorgung Immobilienholding AG (Hrsg.)**, (*Geschäftsbericht 1996*) Geschäftsbericht 1996, München 1997.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (Investmentsparen)** Investmentsparen im Aufwind, in: Monatsbericht Oktober 1988, Frankfurt / Main 1988, S. 32 - 39.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (*Investmentzertifikaten*), Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten, in: Monatsbericht Oktober 1994, Frankfurt / Main 1994, S. 49 - 71.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (*Kapitalmarktstatistik 2/98*), Kapitalmarktstatistik Februar 1998 - Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Frankfurt 1998.

DWS, Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH (Hrsg.) (*35 Jahre*) 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt / Main 1992.

Dohrmann, Geoffrey (*Institutional Investment*) The Evolution of Institutional Investment in Real Estate, in: Pagliari, Joseph L. (Hrsg.), *The Handbook of Real Estate Portfolio Management*, Chicago, IL 1995, S. 3 - 116.

Donovitz, Frank (*AS-Fonds*) AS-Fonds, das neue Anlageprodukt - Alles sicher?, in: *Cash*, Heft 4 / 1998, S. 86 - 87.

Downs, David H. / Hartzell, David J. (*REITs*) Real Estate Investment Trusts, in: Pagliari, Joseph L. (Hrsg.), *The Handbook of Real Estate Portfolio Management*, Chicago, IL 1995, S. 597 - 634.

Dreyling, Georg (*Aufsicht*) Aufsicht über den Wertpapierhandel, in: Achleitner, Ann-Kristin / Thoma, Georg F. (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance*, Köln 1997, Loseblattsammlung Stand 3. Lieferung / Dezember 1997, Kap. 2.4, S. 1 - 10.

Durstewitz, Heinrich J. (*Werbung*) Werbung und Öffentlichkeitsarbeit für Investmentfonds, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing*, Frankfurt / Main 1993, S. 195 - 200.

Ebner von Eschenbach, Hans-Christoph Freiherr (*Rechte*) Die Rechte des Anteilinhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Diss., Erlangen 1959.

- Ehren, Harald / Hetzer, Jonas / Seeger, Christoph (Säulen)** Die Säulen tragen nicht mehr, in: *manager magazin*, 28. Jg., Heft 5 / 1998, S. 158 - 162.
- Ehren, Harald / Hetzer, Jonas / Seeger, Christoph (Duell)** Das Duell, in: *manager magazin*, 28. Jg., Heft 5 / 1998, S. 171 - 175.
- Ehrlich, Jürgen (Ausland)** Chancen und Risiken des Immobilienerwerbs im Ausland, in: *Der Langfristige Kredit*, 44. Jg., Heft 13 / 1993, S. 414 - 416.
- Ehrlich, Jürgen (Immobilienanlagen)** Immobilienanlagen der deutschen offenen Immobilienfonds, in: Falk, Bernd (Hrsg.), *Gewerbe-Immobilien*, 6., überarbeitete und erweiterte Aufl., Landsberg / Lech 1994, S. 373 - 386.
- Ehrlich, Jürgen (Maßanzüge)** Ich kaufe keine Maßanzüge, in: *Cash*, 12. Jg., Heft 3 / 1994, S. 109.
- Eichstädt, Kai D. (Immobilienfonds)** Immobilienfonds: Offen oder geschlossen, in: *Capital*, Heft 6 / 1994, S. 18 - 19.
- v. Einem, Eberhard (Immobilien-Research)** Auf dem Königsweg ohne abzustürzen - Immobilien-Research in Deutschland, Manuskript anlässlich eines Vortrages an der ebs Immobilienakademie Berlin am 19. April 1995.
- Emmerich, Adam O. / Panovka, Robin (REIT Mergers)** REIT Mergers and Acquisitions and Acquisition Preparedness, in: *The REIT Report* Vol. 15, No. 3, Summer 1995, S. 29 - 35.
- Euler, Manfred (reichen Leuten)** Wer zählt zu den reichen Leuten? In: *Bank und Markt*, 19. Jg., Heft 10 / 1990, S. 5 - 16.
- Falk, Bernd (Hrsg.) (Gewerbe-Immobilien)** *Gewerbe-Immobilien*, 6., überarbeitete und erweiterte Aufl., Landsberg/Lech 1994.
- Falk, Bernd (Hrsg.) (Immobilienwirtschaft)** *Fachlexikon Immobilienwirtschaft*, Köln 1996.
- Ferguson, William J. (Corporate Governance)** Corporate Governance Issues in a Rapidly Maturing Industry - Public Real Estate Companies, in: *The REIT Report*, Vol. 17, No. 3, Summer 1997, S. 17 - 18.

- Fischer, Rudolf** (*Investmentsparen*) Investmentsparen und Investmentgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung von Deutschland und Österreich, Diss., Wien 1958.
- Fleming, Charles** (*Safe*) Safe as Houses - Wary German Investors Send a Flood of Cash Into Real-Estate Funds, in: Wall Street Journal Europe vom 8. Juli 1996, o. Nr., S. 1 und 12.
- Fox, Richard D. / Schindler, Michael D.** (*Close*) A Close Look at Upreits and Downreits, (E&Y Kenneth Leventhal Real Estate Group) New York, NY 1997.
- Frampton, Rachel** (*goes global*) US Fund goes global, in: Estates Gazette, Issue 9812, March 21 1998, S. 41.
- Frank, Robert A.** (*UPREIT*) The Umbrella REIT: Keys to the Real Estate Kingdom? The REIT Report, Vol. 13, No. 4, Winter 1993, S. 16 - 18.
- v. Freyend, Eckart John** (*Wettbewerb*) Der Wettbewerb um die finanziellen Ressourcen wird schärfter, in: HB vom 7. April 1997, Nr. 66, S. 18.
- v. Freyend, Eckart John** (*Perspektiven*) Perspektiven der Immobilienaktien, in: Paulsen, Norbert, Die deutsche Immobilien-Aktie 1997 / 1998, o.O. 1997, S. 11- 13.
- Friedemann, Jens** (*Abmagerungskur*) Den offenen Fonds droht eine Abmagerungskur, in: FAZ vom 11. April 1997, o. Nr., S. 28.
- Friedemann, Jens** (*Immobilien-Aktienindex*) Der Deutsche Immobilien-Aktienindex zeigt erste Besserungstendenzen, in: FAZ vom 18. Juli 1997, Nr. 164, S. 40.
- Friedemann, Jens** (*unter Druck*) Offene Immobilienfonds unter Druck, in: FAZ vom 16. Juni 1998, Nr. 136, S. 17.
- Friedemann, Jens** (*Ärger*) Ärger über das Aufsichtsamt, in: FAZ vom 17. Juli 1998, Nr. 163, S. 41.
- Frohns, Uwe K.** (*Blue Chips*) Wieso heißen manche Aktien „Blue Chips?“, in: DM, Heft 6 / 1998, S. 106.

- Fuchs, Dieter** (*Prüfung*) Von der Prüfung zum Bestätigungsvermerk, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Management*, Frankfurt 1993, S. 175 - 182.
- Funk, Bernhard** (*REITs*) REITs im Börsenfieber, in: *Immobilienmanager*, Teil 1 Heft 1+2 / 1998, S. 32 - 35 und Teil 2 Heft 3 / 1998, S. 46 - 50.
- Gerke, Wolfgang / Rapp, Heinz-Werner** (*Neugestaltung*) Strukturelle Neugestaltung des Investmentrechts, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 4. Jg., Heft 2 / 1995, S. 85 - 97.
- Gerke, Wolfgang** (*Investmentsparen*) Investmentsparen, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 1031 - 1038.
- Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.)** (*Handwörterbuch*) Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995.
- GFA, Gesellschaft für Fondsanalyse (Hrsg.)** (*FondsGuide '98*) *FondsGuide Deutschland 1998: Ratgeber Investmentfonds*, Eschborn 1998.
- GIF, Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (Hrsg.)** (*Prospektierung*) Empfehlung zur Prospektierung geschlossener Immobilienfonds, Fassung vom 10. Oktober 1997, Oestrich-Winkel 1998.
- Gläbe, Rüdiger** (*Schutz*) Der Schutz der Zertifikatsinhaber von Investmentgesellschaften, Diss., Meisenheim am Glan 1975.
- Glaus, Andreas** (*Anlagefonds*) Anlagefonds - Typen, Funktionen und nationale Märkte, Diss., Bamberg 1997.
- Gode, Wolfgang** (*Investment-Marketing*) Investment-Marketing - was ist das eigentlich?, in: DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapierparen (Hrsg.), *35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds* (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt / Main 1992, S. 95 - 106.
- Goodman, Steve E. / Madden, Peter H.** (*Acquisition Targets*) Seven Acquisition Targets, in: *The Journal of Real Estate Investment Trusts*, Vol. 2, No. 1, June 1996, S. 11 - 21.

- Gorlow, Robert M. / Parr, David M. / Taylor, Louis W. (Securitization)** The Securitization of International Real Estate Investments, in: *Real Estate Review*, Spring / 1993, S. 22 - 28.
- Graaskamp, James A. (Fundamentals)** Fundamentals of Real Estate Development, in: Jarchow, Stephen P. (Hrsg.) *Graaskamp on Real Estate*, Washington, DC 1991, S. 228 - 306.
- Green Street Advisors (Hrsg.) (REIT Pricing)** REIT-Pricing - An Update of our Pricing Model, Newport Beach, CA January 27, 1997.
- Green Street Advisors (Hrsg.) (Track Record)** Track Record, Total Return of Green Street's Recommendations: April 30, 1998, in: <http://www.greenst.com/pages/totretrn.html>. vom 20. Mai 1998, S. 1.
- Greer, Gaylon E. / Farrell, Michael D. (Investment)** Investment Analysis for Real Estate Decisions, 3. Ed. o. O. (Dearborn Financial Publishing, Inc., USA) 1993.
- Gronau, Wolf-Dieter (Spezialfonds)** Spezialfonds in der BRD, Diss., München 1985.
- Gutte, Harry / Ullrich, Helmut / Kottmann, Elke (Deutsche Bank)** Fallstudie Deutsche Bank, in: Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang (Hrsg.), *Handbuch Corporate Real Estate Management*, Köln 1998, S. 641 - 670.
- Haag, Hans-Peter (Immobilienfonds)** Chancen und Risiken von offenen und geschlossenen Immobilienfonds, in: *Geldprofi*, Heft 6 / 1993, S. 18 - 24.
- Hackeneis, Günther (Liquiditätsmanagement)** Liquiditätsmanagement bei offenen Immobilienfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 45. Jg., Heft 13 / 1994, S. 456 - 461.
- Hahn, Oswald (Spezialbanken)** Struktur der Bankwirtschaft - Band II: Spezialbanken und Internationale Banken (1. Teilband), Berlin 1984.
- Hamm, Margaretha (Verlockung)** Gefährliche Verlockung, in: *Wirtschaftswoche*, Heft 45 / 1997 vom 30. Oktober 1997, S. 190 - 198.

- Hauck, Michael** (*Anlageausschuß*) Anlageausschuß, in: DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapierbesparen (Hrsg.), 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt / Main 1992, S. 59 - 72.
- Hauser, William E.** (*Securitization*) A Securitization Primer für Property Owners and Developers, in: Urban Land, June 1994, S. 27 - 30.
- Heinacher, Peter** (*Rente*) Die Rente ist keineswegs sicher: Altersvorsorge auf neuen Wegen, in: HB vom 27. / 28. März 1998, Nr. 61, S. 6.
- Heller, Gottfried** (*Nordamerikanische Investmentfonds*) Nordamerikanische Investmentfonds, in: Schuster, Leo (Hrsg.), Investment Handbuch, Stuttgart 1970, S. 339 - 356.
- Helmer, Sven** (*Immobilien-KG*) Die vermögensverwaltende Immobilien-KG mit Genußschein: Ein kapitalmarktorientierter Ansatz zur Lösung der Bewertungs- und Liquiditätsproblematik offener Immobilienfonds, in: Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft, Band 2150, Diss., Frankfurt / Main 1997.
- Herzberg, Michael A.** (*Real Estate Advisory Firm*) Structuring a Real Estate Advisory Firm, in: Pagliari, Joseph L. (Hrsg.), The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Chicago, IL 1995, S. 855 - 876.
- Hetzer, Jonas / Jensen, Sören / Loipfinger, Stefan** (*Objekte*) Objekte der Begierde, in: manager magazin, 28. Jg., Heft 6 / 1998, S. 152 - 157.
- Hetzer, Jonas / Jensen, Sören / Loipfinger, Stefan** (*Phantasie*) Phantasie mit Grund, in: manager magazin, 28. Jg., Heft 6 / 1998, S. 157 - 164.
- Hetzer, Jonas / Jensen, Sören / Loipfinger, Stefan** (*Poröses Fundament*) Poröses Fundament, in: manager magazin, 28. Jg., Heft 6 / 1998, S. 179 - 186.
- Heubeck, Klaus** (*Pensionsfonds*) Pensionsfonds für die Altersvorsorge: mehr als eine Vermögensanlage, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 4 / 1997 S. 168 - 170.
- Hey, Friedrich E. F.** (*Einzel-Fonds*) Einzel-Fonds für Großvermögen und das Kapitalanlagegesellschaftsgesetz, in: BddW vom 16. Juni 1994, S. 31.

- Hirche, Walter** (*Gesetzesinitiativen*) Gesetzesinitiativen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen institutioneller Anleger, in: *Versicherungswirtschaft*, Heft 16 / 1986, S. 1020 - 1026.
- Hockmann, Heinz** (*Portfolio Management*) Trends im internationalen Portfolio Management, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Heft 15 / 1995, S. 768 - 774.
- Höger, Horst** (*Ausgabeaufschlag*) Offene Immobilienfonds - bleibt der Ausgabeaufschlag?, in: *Der Langfristige Kredit*, Heft 4 / 1996, S. 109 - 110.
- Hohmann, Klaus** (*Mittelzufluß*) Offene Immobilienfonds in der Schere zwischen Mittelzufluß und Anlagermöglichkeiten, in: *Der Langfristige Kredit*, 47. Jg., Heft 4 / 1996, S. 102 - 104.
- Hohmann, Klaus** (*Interview*) (*positiv*) „Das ist doch positiv“, (Befragung durch Sören Jensen), in: *manager magazin*, 28. Jg., Heft 6 / 1996, S. 166 - 169.
- Huber, Walter** (*Investment-Gesellschaften*) *Investment-Gesellschaften in Deutschland*, Diss., Wien 1958
- III, Internationales Immobilien-Institut GmbH (Hrsg.)** (*Rechenschaftsbericht iii-Fonds Nr. 1 1995*) *Rechenschaftsbericht iii-Fonds Nr. 1 1995 und Verkaufsprospekt*, München 1996.
- IVG, Industrie Verwaltungsgesellschaft AG (Hrsg.)** (*Perspektiven*) *Perspektiven - Das Magazin der IVG*, 8. Jg., Heft 4 / 1998.
- Isenhofer, Björn / Väth, Arno** (*Lebenszyklus*) Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), *Immobilienökonomie* Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 141 - 148.
- Isenhofer, Björn / Väth, Arno** (*Projektentwicklung*) Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), *Immobilienökonomie* Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 149 - 228.
- Jacob, Michael** (*Investmentfonds*) *Investmentfonds - Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung unter besonderer Berücksichtigung einer neuen Anlegerschutzkonzeption*, Diss., Frankfurt / Main 1996.

- Jäckel, Wolfgang** (*Bestands- und Wertanalyse*) Bestands- und Wertanalyse eines Offenen Immobilienfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 49. Jg., Heft 15 / 1998, S. 490 - 491.
- Jaffe, Austin J. / Sirmans, C.F.** (*Fundamentals*) *Fundamentals of Real Estate Investment*, 3. Aufl., Englewood Cliffs, NJ 1995.
- Jagdfeld, Anno August / Schünemann, Jürgen** (*Geschlossene Immobilienfonds*) *Geschlossene Immobilienfonds*, in: Falk, Bernd (Hrsg.), *Ge-
werbe-Immobilien*, 6. Aufl., Landsberg / Lech 1994, S. 385 - 422.
- Jagdfeld, Anno August / Schünemann, Jürgen** (*Immobilien-Investment-Banking*) *Immobilien-Investment-Banking - Ein Vergleich offener und geschlos-
sener Immobilienfonds*, in: *Sparkasse*, Heft 6 / 1991, S. 274 - 280.
- Jarchow, Steven P.** (*REITs*) *Real Estate Investment Trusts*, New York 1985.
- Jarchow, Stephen P. (Hrsg.)** (*Graaskamp*) *Graaskamp on Real Estate*, Wa-
shington DC 1991.
- Jorgensen, Mark A. (Boards)** Do Boards Really Add Value Or Are They Just Window Dressing? in: *The Journal of Real Estate Investment Trusts*, Vol. 2, No. 1, June 1997, S. 22 - 24.
- Jütten, Herbert** (*Zweite Finanzmarktförderungsgesetz*) Das Zweite Finanz-
marktförderungsgesetz aus Sicht der Kreditwirtschaft in: *Die Bank*, Heft 10 / 1993, S. 601 - 607.
- Kaiser, Jürgen** (*Banken*) *Banken und Institutionelle Investoren*, Diss., Stuttgart 1990.
- Kandlbinder, Hans-Karl** (*Spezialfonds*) *Spezialfonds als Anlageinstrument*, Frankfurt / Main 1991.
- Kandlbinder, Hans Karl** (*Belebung*) Belebung beim Anlageinstrument Immobi-
lien-Spezialfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 45. Jg., Heft 13 / 1994,
S. 448 - 454.
- Kandlbinder, Hans Karl** (*Entwicklung*) Stetige Entwicklung des Immobilien-
Spezialfonds 1995, in: *Der Langfristige Kredit*, 47. Jg., Heft 15 / 1996,
S. 450 - 453.

- Kandlbinder, Hans Karl** (Zuwächse) Moderate Zuwächse bei Immobilien-Spezialfonds im Jahre 1996, in: *Der Langfristige Kredit*, 48. Jg., Heft 13 / 1997, S. 426 - 431.
- Kandlbinder, Hans Karl** (*Durchbruch*) Positiver Durchbruch beim Immobilien-Spezialfonds?, in: *Der Langfristige Kredit*, 49. Jg., Heft 11 / 1998, S. 364 - 370.
- Kandlbinder, Hans Karl / Rossig, Eberhard** (*Wachstumstrend*) Anhaltender Wachstumstrend beim Immobilien-Spezialfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 46. Jg., Heft 13 / 1995, S. 433 - 435.
- Kern, Marlies** (*Portfolio-Management*) Portfolio-Management: Anlegerziele und Anlagestrategien, in: Brunner, Wolfgang L. / Vollath, Johann (Hrsg.), *Handbuch Finanzdienstleistungen*, Stuttgart 1993, S. 113 - 130.
- Kirby, Mike** (*NAV*) Does NAV Matter?, in: *The Journal of Real Estate Investment Trusts*, Vol. 2, No. 1, June 1997, S. 2 - 8.
- Kleinert, Hans-Joachim** (*Schutz*) Schutz des Begriffs „Investment“, in: *Die Bank*, Heft 12 / 1993, S. 719 - 724.
- Klumpe, Werner / Nastold, Ulrich A.** (*Immobilienfonds*) Immobilienfonds: offene und geschlossene Immobilienfonds: Grundlagen, Unterschiede, Besonderheiten, Bonn 1993.
- Klusak, Bernd** (*Internationales Immobilien-Institut*) Internationales Immobilien Institut AG - iii-Fonds: ein Konzept hat sich bewährt, in: *Der Langfristige Kredit*, 35. Jg., Heft 12 / 1985, S. 376 - 378.
- Knight, Ray A. / Knight, Lee G.** (*Reemerge*) REITs Reemerge as Attractive Investment Vehicle, in: *Real Estate Review*, Summer 1992, S. 42 - 48.
- Kunze, Wolfgang** (*Bankenaufsicht*) Bankenaufsicht (BAK), in: Schierenbeck, Henner (Hrsg.), *Bank- und Versicherungslexikon*, 2., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, München / Wien 1994, S. 43 - 53.
- Kutschner, Gerhard** (*Euphorisch*) Euphorisch, ängstlich oder egal: Immer im Wind und am Kunden, in: *HB* vom 4./5. Oktober 1997, o. Nr., o.S.

- Kutscher, Reinhard (Offene Immobilienfonds)** Der offene Immobilienfonds: Ein Wertpapier der Immobilie, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), Immobilien-Investment - Produkte, Märkte, Strategien, 2., aktualisierte Aufl., Wiesbaden 1997, S. 197 - 218.
- Kümpel, Siegfried (Bank- und Kapitalmarktrecht)** Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 1995.
- Krüger, Dirk (Konstruktionen)** Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen für den Immobilienvertrag, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 385 - 420.
- Laux, Manfred (Investmentrecht)** Investmentrecht der 90er Jahre: Tabus werden aufgebrochen, in: Die Bank, Heft 7 / 1993, S. 384 - 389 (Teil 1) und Heft 8 / 1993, S. 461 - 466 (Teil 2).
- Laux, Manfred (Dritten Finanzmarktförderungsgesetz)** Investmentfonds vor dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 22 / 1995, S. 1147 - 1149.
- Laux, Manfred (Investmentfonds-Philosophie)** Auf dem Weg zu einer einheitlichen europäischen Investmentfonds-Philosophie? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 2 / 1996, S. 64 - 66.
- Laux, Manfred (Pensions-Sondervermögen)** Pensions-Sondervermögen zur Abrundung des Altersvorsorgesystems, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 10 / 1996, S. 458 - 464.
- Laux, Manfred (Altersvorsorgeinstrument)** Pensions-Sondervermögen - ein effizientes und transparentes Altersvorsorgeinstrument, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 4 / 1997, S. 163 - 167.
- Laux, Manfred (Altersvorsorge)** Die Zukunft der Altersvorsorge, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 51 Jg., Heft 14 / 1998, Verlagsbeilage.
- Laux, Manfred / Ohl, Kurt (Grundstücks-Investment)** Grundstücks-Investment - die offenen Immobilienfonds, 2. völlig neu überarbeitete Auflage, Frankfurt / Main 1988.

- Laux, Manfred / Päsler, Rüdiger (Wertpapier-Investmentfonds)** Wertpapier-Investmentfonds, Frankfurt 1992.
- Leopoldsberger, Gerrit (Bewertung)** Bewertung von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 171 - 211.
- Licher, Thomas / Stein, Gabriele / Westrup, Lydia (Fremdgehen)** Fremdgehen rentiert sich, in: Capital, Heft 8 / 1998, S. 118 - 120.
- Licher, Thomas / Stein, Gabriele / Westrup, Lydia (EuroPhorie)** Europhorie, in: Capital, Heft 8 / 1998, S. 121 - 122.
- Licher, Thomas / Stein, Gabriele / Westrup, Lydia (Heat)** The Heat is on, in: Capital, Heft 8 / 1998, S. 124 - 126.
- Licher, Thomas / Stein, Gabriele / Westrup, Lydia (Shake-up)** The big Shake-up, in: Capital, Heft 8 / 1998, S. 130.
- Liefmann, Robert (Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften)** Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1931.
- Linhardt, Hanns (Investment Trusts)** Die britischen Investment Trusts, in: Schmidt, F. (Hrsg.), Betriebs- und Finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 62, Wien und Berlin 1935.
- Linhardt, Hanns (Investmentgeschichte)** Investmentgeschichte, in: Schuster, Leo (Hrsg.), Investment Handbuch, Stuttgart 1970, S. 1 - 24.
- Linneman, Peter (Changing)** Changing Real Estate Forever, in: The REIT Report, Vol. 17, No. 3, Autumn 1997, S. 24 - 33.
- Linneman, Peter (Do It) (When) [!]** Will We Do It Again?, in: Wharton Real Estate Review, Vol 2, No. 1, Spring 1998, S. 30 - 38.
- Litt, Jonathan / Boston, Gary (Straight Line)** Straight Line Rent - Why it matters, in: The Journal of Real Estate Investment Trusts, Vol. 2, No. 1, June 1997, S. 9 - 11.
- Loehr, Helmut (Aktienkultur)** Aktienkultur heißt Aktienakzeptanz, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 22+23 / 1996, S. 1115.

- Loipfinger, Stefan (US-Immobilien)** US-Immobilien locken mit attraktiven Renten, in: HB vom 27. November 1997, Nr. 229, S. 49.
- Lopatin, Marc (Industrial REIT)** Industrial REIT bags Kingspark, in: Estates Gazette, Issue 9824, June 13 1998, S. 48.
- Ludewig, Peter / Niebank, Lutz / Dembowski, Anke (Jahrbuch 1997)** Jahrbuch 1997 ausgewählter Investment-Fonds, 6. Jg., Berlin 1997.
- Maaß, Eike (Grundbuch)** Grundbuch und Liegenschaftskataster, in: Usinger, W. (Hrsg.), Immobilien - Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, Köln 1996, S. 97 - 132.
- Marchitelli, Richard / MacCrate, James R. (REITs)** REITs And The Private Market: Are Comparisons Meaningful?, in: Real Estate Issues, Vol. 21, No. 2 , August 1996, S. 7 - 10.
- Martini, Eberhard (Rechtliche Probleme)** Rechtliche Probleme eines Immobilienzertifikates, Diss., Stuttgart 1967.
- Maschmeier, Rainer (Personen- und Kapitalgesellschaften)** Personen- und Kapitalgesellschaften (einschließlich Kauf von Gesellschaftsanteilen) in: Usinger, Wolfgang (Hrsg.), Immobilien - Recht und Steuern: Handbuch für die Immobilienwirtschaft, Köln 1996, S. 361 - 398.
- Mathes, Manfred (Handlungsbedarf)** Handlungsbedarf bei Offenen Immobilienfonds, in: Der Langfristige Kredit, 43. Jg., Heft 14 / 1992, S. 485.
- Mathes, Manfred (Kapitalanlagegesellschaften)** Kapitalanlagegesellschaften und Investmentfonds, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 1075 - 1078.
- McMahan, John (Private Placement):** REIT Private Placement: Investment Opportunity for Pension Funds?, in: Real Estate Issues, Vol. 20, No. 1, April 1995, S. 1 - 5.
- Merrill Lynch (Hrsg.) (Valuation Handbook)** Quarterly REIT Valuation Handbook, Stand: June 16, 1997.

- Merrill Lynch (Hrsg.)** (*Earnings Estimates*) Evolution of REIT Earnings Estimates, Stand: July 15, 1998.
- Meyer-Cording, Ulrich** (*Investment-Gesellschaften*) Investmentgesellschaften, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Konkursrecht, Heft 115 / 1952, S. 65 - 90.
- Meyer-Scharenberg, Dirk** (*Immobilienaktiengesellschaft*) Die Immobilienaktiengesellschaft, in: Paulsen, Norbert, Die deutsche Immobilien-Aktie 1997 / 98, o.O. 1997, S. 14 - 20.
- Meyer-Scharenberg, Dirk** (*Steuerliche Behandlung*) Die steuerliche Behandlung der Immobilien AG im Vergleich zu offenen und geschlossenen Immobilienfonds und zu REITs, Manuskript zum Vortrag vom 26. Mai 1998 auf dem I.I.R. Immobilienseminar „Die Immobilienaktie - Anlageform der Zukunft?“, Steigenberger Airport Hotel, Frankfurt / Main, am 26. und 27. Mai 1998.
- Mössle, Klaus** (*Spezialfondsmanagement*) Spezialfondsmanagement vor neuen Herausforderungen, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993, S. 37 - 46.
- Mol, Hans-Gerd** (*Investmentfonds-ABC*) Investmentfonds-ABC, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Nördlingen 1997.
- Morgan, John F.W. / Harrop, Martyn / Brühl, Martin J.** (*Bewertungsmethoden*) Internationale Bewertungsmethoden, in: Falk, Bernd (Hrsg.), Gewerbe-Immobilien, 6. Aufl., Landsberg / Lech 1994, S. 497 - 512.
- Mühlbradt, Frank W.** (*Kapitalanlagegesellschaften*) Kapitalanlagegesellschaften und Fondssortiment, in: Brunner, Wolfgang L. / Vollath, Johann (Hrsg.), Handbuch Finanzdienstleistungen, Stuttgart 1993, S. 321 - 336.
- Müller, Kurt** (*Immobilien-Leasing-Fonds*) Immobilien-Leasing-Fonds und traditionelle geschlossene Immobilienfonds, in: Der Langfristige Kredit, 46. Jg., Heft 13 / 1995, S. 430 - 432.

- Müller, Manfred (Marketing)** Marketing für Investmentfonds als Management-aufgabe, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing*, Frankfurt / Main 1993, S. 183 - 194.
- Müller-Reichart, Matthias (Risiko-Management)** Risiko-Management privater Haushalte in: Brunner, Wolfgang L. / Vollath, Johann (Hrsg.), *Handbuch Finanzdienstleistungen*, Stuttgart 1993, S. 189 - 202.
- Muldavin, Scott („Premiums“)** Net Asset Value-„Premiums“, in: *Real Estate Finance*, Vol. 14, No. 2, Summer 1997, S. 74 - 78.
- Murfeld, Egon (Hrsg.) (Grundstückswirtschaft)** Spezielle Betriebswirtschaftslehre der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft, Hamburg 1995.
- Narat, Ingo (Rating-Offensive)** Rating Offensive, in: HB vom 11. November 1997, Nr. 217, S. 37.
- Narat, Ingo (Spezialität)** Von der Spezialität zum Exoten - Fonds-Blüten, in: HB vom 23./24. Januar 1998, Nr. 16, S. 25.
- Narat, Ingo (Index)** Der Professor liebt den Index, in: HB vom 26. Mai 1998, Nr. 99, S. 53.
- Narat Ingo (Aufschläge)** Aufschläge runter, Gebühren rauf, in: HB vom 9. Juni 1998, Nr. 108, S. 37.
- Narat, Ingo (Monate)** Noch drei Monate, in: HB vom 19./20. Juni 1998, Nr. 115, S. 37.
- NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.) (Story)** The REIT Story, in: <http://www.nareit.com/retstry.html>. vom 18. April 1998, S. 1 - 4.
- NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.) (Comments)** Comments of the National Association of Real Estate Investment Trusts to the Committee on Ways and Means U.S. House of Representatives Regarding Certain Revenue Provisions in the Administration's Fiscal Year 1999 Budget, submitted by Steven J. Guttman, NAREIT-Chair and Chairman and CEO, Federal Realty In-

vestment Trust, dated March 11, 1998, in: <http://www.nareit.com/legal.wrtnstmt.html>. vom 18 April 1998, S. 1 - 13.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.)
(FAQs) Frequently Asked Questions, in: <http://www.nareit.com/faqs.html>. vom 13. Juli 1998, S. 1 - 9.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.)
(Performance) Document on Demand # 201 - Most recent Summary Performance, June, 30 1998, in: <http://www.nareit.com/faxondem/201.html>. vom 13. Juli 1998, S. 1 - 2.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.)
(White Paper) Document on Demand # 205 - Nareit White Paper on Funds from Operations - March 1995, in: <http://www.nareit.com/faxondem/205.html>. vom 13. Juli 1998, S. 1 - 9.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.)
(Return) Document on Demand # 208 - Annual Total Return, <http://www.nareit.com/faxondem/208.html>. vom 13. Juli 1998, S. 1 - 2.

NAREIT, National Association of Real Estate Investment Trusts (Hrsg.)
(Capitalization) Document on Demand # 211 Annual Market Capitalization, <http://www.nareit.com/faxondem/201.html>. vom 13. Juli 1998, S. 1 - 2.

o.V. (Betrieb) Die Immobilie ist ein Betrieb, in: Der Langfristige Kredit, Heft 5 / 1986, 37. Jg., S. 293.

o.V. (DEFO) DEFO, in: Der Langfristige Kredit, 37. Jg., Heft 12 / 1986, S. 380.

o.V. (Making) Making Property Move, in: The Economist, February 20, 1993, S. 97 - 98.

o.V. (Investment) Alles kann Investment sein, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 2 / 1996, S. 48 - 49.

o.V. (Europa-Investitionen) Verstärkte Europa-Investitionen - Offene Immobilienfonds zieht es zunehmend in größere Märkte, in: Börsenzeitung vom 30. März 1996, o. Nr., S. 8.

- o.V. (VEBA) Veba Immobilien AG - Weiteres Interesse an Wohnungen, in: HB vom 20. Mai 1997, Nr. 94, S. 14.
- o.V. (Kabinett) Das Kabinett billigt das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, in: FAZ vom 24. Juli 1997, Nr. 169, S.12.
- o.V. (Bauträgerkrise) Mit Pflegeheimen aus der Bauträgerkrise - WKM wieder mit positivem Eigenkapital, in: FAZ vom 24. Juli 1997, Nr. 169, S. 17.
- o.V. (Fondsberichte) Fondsberichte sind wichtige Informationsquelle für den Anleger, in: FAZ vom 16. August 1997, Nr. 189, S. 15.
- o.V. (Geldeinnahme) „Diese Art der Geldeinnahme ist sicherer als ein Banküberfall“, in: FAZ vom 22. August 1997, Nr. 194, S. 17.
- o.V. (A.A.A.) Jetzt soll Steucon die Immobilien der A.A.A. entwickeln, in: FAZ vom 23. August 1997, Nr. 195, S. 12.
- o.V. (Günther & Sohn) Von Günther und Sohn liegt noch kein Jahresabschluß vor, in: FAZ vom 23. August 1997, Nr. 195, S. 12.
- o.V. (Finanzmarktförderungsgesetz) Das Finanzmarktförderungsgesetz tritt später in Kraft, in: FAZ vom 27. August 1997, Nr. 198, S. 15.
- o.V. (Fördergesetz) Finanzplatz / Fördergesetz verzögert sich weiter, in: HB vom 13. September 1997, Nr. 177, S. 25.
- o.V. (Bundesaufsichtsamt) Passow: Bundesaufsichtsamt personell aufstocken, in: FAZ vom 13. September 1997, Nr. 213, S. 37.
- o.V. (Internet) Investmentgeschäft im Internet boomt, in: BddW vom 19. September 1997, Nr. 181, S. 1.
- o.V. (Liquiditätspolster) Offene Immobilienfonds noch immer mit Liquiditätspolster, in: FAZ vom 24. September 1997, Nr. 169, S. 19.
- o.V. (Dachfonds) Dachfonds / Gesetzgeber bereitet das Feld - Altes Produkt wird neu entdeckt, in: HB vom 9. Oktober 1997, Nr. 194, S. 29.
- o.V. (Schörghuber) Schörghuber schafft eine Immobilien-AG, in: FAZ vom 27. Oktober 1997, Nr. 249, S. 25.
- o.V. (Zweitmarkt) In Hamburg Zweitmarkt für Fondsanteile gegründet, in: FAZ vom 28. Oktober 1997, Nr. 250, S. 33.

- o.V. (*Fondsanteile*) Fondsanteile - Immobilien and der Börse, in: Focus Heft 44 / 1997, S. 351.
- o.V. (*Fondsverkauf*) Transparenz beim Fondsverkauf, in: HB vom 28. Oktober 1997, Nr. 207, S. 37.
- o.V. (*Plädoyer*) Plädoyer für eine bessere Unternehmensaufsicht in Deutschland, in: FAZ vom 13. November 1997, Nr. 264, S. 31.
- o.V. (*Concordia*) Concordia will vom Immobilienzyklus unabhängiger werden, in: FAZ vom 19. Dezember 1997, Nr. 295, S. 25.
- o.V. (*Kolb & Schüle*) Kolb & Schüle - Immobilien gesellschaft hat große Probleme, in: HB vom 22. Dezember 1997, Nr. 246, S. 17.
- o.V. (*Spekulationen*) WCM - Spekulationen um Aktienpaket, in: HB vom 19. Januar 1998, Nr. 12, S. 15.
- o.V. (*Spezialitätenfonds*) Spezialitätenfonds / Breite Palette an Anlageschwerpunkten über Länder und Branchen - je chancenreicher, desto besser, in: HB vom 23./24. Januar 1998, Nr. 16, S. 25.
- o.V. (*Politik*) Politik fordert: Förderungsgesetz nicht durch Xetra-Streit gefährden, in: HB vom 6. Februar 1998, Nr. 26, S. 27.
- o.V. (*Kritik*) Kritik an Mißständen in der Investmentbranche, in: FAZ vom 17. Februar 1998, Nr. 20, S. 29.
- o.V. (*Zustimmung*) Zustimmung zum Finanzmarktgesezt, in: FAZ vom 25. Februar 1998, Nr. 47, S. 18.
- o.V. (*Transparenz*) Die Despa will für Transparenz sorgen - Reaktion auf die Kritik an Verwaltern Offener Immobilienfonds, in: FAZ vom 28. März 1998, Nr. 49, S. 23.
- o.V. (*ohne Grenzen*) Immobilien ohne Grenzen, in: Zadelmarkt, 10. Jg., Heft 5 / 1998, S. 28 - 35.
- o.V. (*Zell*) Zell launches billion-dollar fund in London, in: Estates Gazette, Issue 9824, June 13 1998, S. 48.
- o.V. (*Zukunft*) „In Zukunft nicht nur kaufen, sondern auch verkaufen“, in: Immobilien Zeitung vom 18. Juni 1998, Nr. 13, S. 3.

- o.V. (*Offene Kritik*) Offene Immobilienfonds in der offenen Kritik, in: *Der Langfristige Kredit*, 49. Jg., Heft 13 / 1998, S. 419.
- o.V. (*GBI*) Das neue Image der GBI: International und innovativ, in: *Immobilien Zeitung* vom 2. Juli 1998, Nr. 14, S. 3.
- o.V. (*Freizeit-Immobilien*) Freizeit-Immobilien bringen mehr Rendite, in: *HB* vom 21. Juli 1998, Nr. 137, S. 37.
- o.V. (*Ruinenfonds*) Die Ruinenfonds, in: *Immobilien Zeitung* vom 30. Juli 1998, Nr. 16, S. 1 - 2.
- o.V. (*Amerikaner kommen*) Die Amerikaner kommen!, in: *Immobilien Zeitung* vom 30. Juli 1998, Nr. 16, S. 1 - 2.
- o.V. (*Call Center*) Passow: Call Center von strategischer Bedeutung im Fonds geschäft, in: *FAZ* vom 4. August 1998, Nr. 178, S. 23.
- o.V. (*Öffentliche Wohnungen*) Öffentliche Wohnungen sind 240 Milliarden DM wert, in: *FAZ* vom 12. August 1998, Nr. 185, S. 15.
- Ochner, Kurt** (*Aktienfonds*) Aktienfonds, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 36 - 41.
- Ochs, Birgit** (*Gefängnis*) Ein Gefängnis in Texas als Kapitalanlage, in: *FAZ* vom 17. Juli 1997, Nr. 163, S. 41.
- Ohl, Karl** (*Rechtsbeziehungen*) Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investmentdreiecks, Diss., Berlin 1989.
- OIK, Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mbH** (*Immobilien-Spezialfonds*) Immobilien-Spezialfonds als Alternative zur Direktanlage - 22. Seminar für institutionelle Anleger, Köln am 11. März 1994.
- Pagliari, Joseph L. (Hrsg.)** (*Portfolio Management*) *The Handbook of Real Estate Portfolio Management*, Chicago, IL 1995.
- Parsons, John F. C.** (*Investor Relations*) „Real Estate Investor Relations“, *Urban Land*, November 1993, S. 33 - 36.
- Passow, Rolf** (*Chancen*) Chancen der Investmentbranche in Deutschland - eine Bestandsaufnahme, in: *DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpa-*

- piersparen (Hrsg.), 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt 1992, S. 9 - 25.
- Paulsen, Norbert** (*Immobilien-Aktie*) Die deutsche Immobilien-Aktie 1997 / 98, o.O. 1997.
- Päsler, Rüdiger** (*Investmentsparen*) Handbuch des Investmentsparens, Wiesbaden 1991.
- Päsler, Rüdiger** (*Offene Immobilienfonds*) Offene Immobilienfonds zwischen Wunsch und Wirklichkeit: Welches sind die typisch deutschen Grenzen des Immobilien-Investment?, in: Der Langfristige Kredit, 44. Jg., Heft 13 / 1993, S. 404 - 407.
- Päsler, Rüdiger** (*Integration*) Die Integration offener Immobilienfonds im KAGG, in: Der Langfristige Kredit, 47. Jg., Heft 4 / 1996, S. 113 - 114.
- Päsler, Rüdiger** (*Dritte Finanzmarktförderungsgesetz*) Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft, Manuskript zum Vortrag vom 19. Januar 1998 auf dem 8. Deutschen I.I.R. Immobilienkongreß „CIMMIT '98“, Kurhaus Wiesbaden am 19. und 20. Januar 1998.
- Pierschke, Barbara** (*Facilities Management*) Facilities Management, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S.333 - 352.
- Plattner, Robert H.** (*Real Estate*) Real Estate Investment, Columbus, OH 1988.
- Platzek, Heinz-Jörg** (*Fondsgeschäfte*) Fondsgeschäfte und Bankpolitik, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993, S. 109 - 116.
- Podewils, Max** (*Investmentgesellschaften*) Investmentgesellschaften in der BRD, Diss., o.O. 1960.
- Pohl, Reinfried** (*Strukturvertrieb*) Strukturvertrieb und Investmentfonds, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993, S. 117 - 124.

- Pötzsch, Thorsten** (*Diskussionsentwurf*) Der Diskussionsentwurf zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Die Aktiengesellschaft, 42. Jg., Heft 5 / 1997, S. 193 - 206.
- Poschadel, Burkhard** (*Managementleistung*) Rentabilität und Risiko als Kriterien für die Bewertung der Managementleistung deutscher Investmentgesellschaften - Methoden und empirische Aspekte der zweidimensionalen Leistungsbewertung, Berlin 1981.
- Prager, Walter K.** (*Marktstrategie*) Marktstrategie der Investmentgesellschaft - der Wettbewerb zwischen deutschen und ausländischen Investmentgesellschaften, Frankfurt / Main 1971.
- Raab, Wolfgang** (*Risikokapitalmarkt*) Neue Anreize für den Risikokapitalmarkt, in: Bank Magazin, Heft 8 / 1997, S. 28 - 31.
- Raab, Wolfgang** (*Freiraum*) Größerer Freiraum für Investoren, in: Bank Magazin, Heft 8 / 1997, S. 32 - 34.
- Rao, Pavan Aiju** (*Risikoklassenkonzept*) Die Verbesserung des Anlegerschutzes durch Bildung von Risikoklassen, Diss., Frankfurt / Main 1995.
- Reichel, Reiner** (*Mietgarantien*) Was Mietgarantien wert sind, in: HB vom 20. August 1997, Nr. 159, S. 33.
- Reichel, Reiner** (*Immobilienfonds*) Immobilienfonds taugen nur bedingt für die Altersvorsorge, in: HB vom 15. Dezember 1997, Nr. 241, S. 6.
- Reichel, Reiner** (*Euro-Skeptiker*) Immobilienfonds für Euro-Skeptiker, in: HB vom 14. Januar 1998, Nr. 9, S. 33.
- Reichel, Reiner** (*Fonds*) Fonds werben mit dem Reiz der REITs, in: HB vom 17. März 1998, Nr. 53, S. 45.
- Reimer, Hauke** (*Wenige Perlen*) Wenige Perlen, in: Wirtschaftswoche, Heft 11 / 1998 vom 5. März 1998, S. 222 - 224.
- Renner, Ulrich** (*Sachverständigenausschusses*) Die Bedeutung des Sachverständigenausschusses beim Offenen Immobilienfonds, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 3. Jg., Heft 3 / 1993, S. 139 - 143.

- Renk, E. G. (Immobilienanlagefonds)** Die schweizerischen Immobilienanlagefonds, in: ÖBA, Heft 5 / 1964, S. 46 - 163.
- Repnik, Hans-Peter (Pensions-Sondervermögen)** Pensions-Sondervermögen als Instrument der Altersvorsorge, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 50. Jg., Heft 4 / 1997, S. 157 - 159.
- Reuter, Gerhard (Investmentfonds)** Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilinhaber, Diss., Frankfurt / Main 1965.
- Reuter, Wolfgang (Erinnerungen)** Erinnerungen eines Ehemaligen, in: DWS Deutsche Gesellschaft für Wertpapierbesparung (Hrsg.), 35 Jahre wie ein Tag - 18 Kapitel zum Thema Investmentfonds (hrsg. aus Anlaß der Verabschiedung von Dr. Ernst Bracker), Frankfurt 1992, S. 163 - 170.
- Riepe, Stefan (Zweite Finanzmarktförderungsgesetz)** Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz - Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, in: Deutsches Steuerrecht, Heft 34 / 1994, S. 1236 - 1240.
- Robinson, Thomas E. (RE/ITs)** Real Estate Investment Trusts, in: Seldin, Mau-
ry / Boykin, James H. (Hrsg.), The Real Estate Handbook, 2. Aufl., Homewood, IL 1990, S. 740 - 755.
- Roulac, Stephen E. / Muldavin, Scott R. (Real Estate Consultants)** Effective Use of Real Estate Consultants for Institutional Real Estate Investing, in: Pagliari, Joseph L. (Hrsg.), The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Chicago, IL 1995, S. 775 - 823.
- v. **Rosen, Rüdiger (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz)** Zweites Finanzmarktförderungsgesetz und Privatanleger, in: Die Bank, Heft 1 / 1995, S. 9 - 14.
- v. **Rosen, Rüdiger (Aktienförderung)** Aktienförderung in der Europäischen Union, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 10 / 1996, S. 466 - 470.
- Ross, Stan / Klein, Richard: (RE/ITs)** Real Estate Investment Trusts for the 90s, in: The Real Estate Finance Journal, Summer 1994, S. 37 - 44.

- Rölle, Harald (Immobilienfonds)** Börsennotierte Partnerships (MLP) und Immobilienfonds auf Aktien (REIT), Stuttgart 1990.
- Schaber, Mathias / Wissel, Harald (Vermögensteueränderung)** Vermögensteueränderung und Novellierung des Kapitalanlagegesetzes machen Spezialfonds attraktiver, in: BddW vom 26. Juli 1994, o. Nr., o. S.
- Schaber, Mathias / Staber, Georg (Asset-Management)** Vom Wertpapiersparen zum Asset-Management - Der Zielwandel im Investmentgesetz, dargestellt an dessen Bilanzierungsspielräumen, in: ZfB, 65. Jg., Heft 2 / 1995, S. 157 - 175.
- Schadt, Dieter (Investment-Sparen)** Entwicklung, Funktionsweise und volkswirtschaftliche Bedeutung des Investment-Sparen, Diss., o.O. 1960.
- Scharpenack, Fried / Nack, Ulrich / Haub, Christoph (Immobilien-Aktiengesellschaften)** Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 655 - 686.
- Schäcker, Hanns-Erhard (Investmentsparen)** Entwicklung und System des Investmentsparens, Frankfurt / Main 1960.
- Schäfers, Wolfgang (Management)** Das strategische Management von Unternehmensimmobilien - Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 3, Diss., Köln 1997.
- Scherrer, Phillip S. (Consolidation)** The Consolidation of REITs Through Mergers and Acquisitions, in: Real Estate Review, Spring 1995, S. 23 - 26.
- Schiebel, Heinrich (Immobilien-Investment-Zertifikate)** Immobilien-Investment-Zertifikate als Instrument der Kapitalanlage und Vermögensbildung, in: Der Langfristige Kredit, 20. Jg, Heft 14 / 1969, S. 379 - 384.
- Schiereck, Dirk (Institutionelle)** „Institutionelle Investoren“ - Überlegungen zur Begriffsbestimmung bzw. -abgrenzung, in: Sparkasse, 109. Jg., Heft 8 / 1992, S. 393 - 394.

- Schierenbeck, Henner (Hrsg.)** (*Bank- und Versicherungslexikon*) Bank- und Versicherungslexikon, 2., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, München / Wien 1994.
- Schimrock, Hans** (*Investmentgesellschaften*) Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften. Diss., o.O. 1960.
- Schlag, Alexander** (*Innovative Formen*) Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien: Möglichkeiten und Grenzen der Beteiligung privater Anleger an Grundstücksvermögen, Diss., Kiel 1993.
- Schmidt, Andreas** (*Immobilienaktien*), Immobilienaktien: Besonderheiten des Marktes, der Analyse und der Bewertung in: Brunner, Marlies (Hrsg.), *Immobilien-Investment - Produkte, Märkte, Strategien*, 2. aktualisierte Aufl., Wiesbaden 1997, S. 265 - 276.
- Schnurr, Wolfgang** (*REITs*) Real Estate Investment Trusts, in: *Der Langfristige Kredit*, 45. Jg., Heft 20 / 1990, S. 680 - 682.
- Schomberg, Bärbel** (*Neuausrichtung*) Märkte im Umbruch erzwingen Neuausrichtung, in: FAZ vom 19. September 1995, Nr. 218, S. 28.
- Schomberg, Bärbel** (*Chancen*) Chancen für die offenen Fonds, in: FAZ vom 19. Juni 1998, Nr. 139, S. 49.
- Schulte, Karl-Werner (Hrsg.)** (*Immobilienökonomie*) Immobilienökonomie Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998.
- Schulte, Karl-Werner et al.** (*Betrachtungsgegenstand*) Betrachtungsgegenstand der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), *Immobilienökonomie* Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 13 - 80.
- Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang** (*Immobilienökonomie*) Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), *Immobilienökonomie* Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 97 - 116.
- Schulte, Karl-Werner / Allendorf, Georg J. / Ropeter, Sven-Eric** (*Immobilieninvestition*) Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.),

Immobilienökonomie Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 509 - 580.

Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.) (*Immobilieninvestition*) Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998.

Schulte, Karl-Werner / Vogler, Jochen (*Investition*) Grundlagen der Investition in Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilieninvestition, Köln 1998, S. 17 - 33.

Schulte, Karl-Werner / Ropeter, Sven-Eric (*Quantitative Analyse*) Quantitative Analyse von Immobilieninvestitionen - moderne Methoden der Investitionsanalyse, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.) Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 125 - 169.

Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang (Hrsg.) (*Corporate Real Estate Management*) Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998.

Schuster, Leo (Hrsg.) (*Investment Handbuch*) Investment Handbuch, Stuttgart 1970.

Schwarz, Eberhard (*KAGG*) Kapitalanlagegesellschaften, Gesetz über, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 1065 - 1075.

Seldin, Maury / Boykin, James H. (Hrsg.) (*Real Estate*) The Real Estate Handbook, 2. Aufl., Homewood, IL 1990.

Seischab, Hans (*Investment-Trusts*) Investment-Trusts - Versuch einer Theorie und Systematik der Kapitalwertsicherungsbetriebe, Stuttgart 1931.

Sirmans, C. F. (*REIT Corporate Governance*) Research on REIT Corporate Governance, in: Real Estate Finance, Vol. 14, No. 3, Fall 1997, S. 75 - 79.

Solms, Herrmann Otto (*Geldmarktfonds*) Geldmarktfonds, in: Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart 1995, S. 859 - 861.

- Solms, Herrmann Otto** (*Pensions-Sondervermögen*) Zukunftssicherung durch Pensions-Sondervermögen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 4 / 1997, S. 162.
- Sögtrop, Friedrich W.** (*Öffentlichkeit*) Offene Immobilienfonds in der Öffentlichkeit, in: Der Langfristige Kredit, 39. Jg., Heft 12 / 1988, S. 392 - 393.
- Sögtrop, Friedrich W.** (*Auftraggeber*) Immobilien-Spezialfonds - Was können sie für ihre Auftraggeber tun?, in: Der Langfristige Kredit, 40. Jg., Heft 13 / 1989, S. 422 - 425.
- Sögtrop, Friedrich W.** (*Bewertung*) Die Bewertung der Objekte bei offenen Immobilienfonds, in: der Langfristige Kredit, 41. Jg., Heft 13 / 1990, S. 435 - 436.
- Sögtrop, Friedrich W.** (*Sondervermögen*) Zur Übertragung von Immobilien-Sondervermögen zwischen Kapitalanlage-Gesellschaften, in: Der Langfristige Kredit, 42. Jg., Heft 13 / 1991, S. 634 - 635.
- Sögtrop, Friedrich W.** (*Beteiligungsfonds*) Investment-Innovationen: Was können Beteiligungsfonds leisten?, in: Der Langfristige Kredit, 43. Jg., Heft 3 / 1992, S. 81 - 86.
- Spielvogel, Werner** (*Immobilienanlagefonds*) Die Immobilienanlagefonds in der Schweiz, Diss., Wien 1960.
- Spoerri, Robert** (*Investment Trust*) Der Investment Trust nach schweizerischem Recht, in: Ruck, E. et al. (Hrsg.) Basler Studien zur Rechtswissenschaft, Heft 51, Basel 1958.
- Stadelmeyer, Anke / Falk, Momme** (*Immobilien Market Research*), in: Falk, Bernd (Hrsg.), Gewerbe-Immobilien, 6., überarbeitete und erweiterte Aufl., Landsberg / Lech 1994, S. 339 - 358.
- Steiner, Jürgen** (*Bankenaufsicht*) Spezialfonds und Bankenaufsicht, in: Steiner, Jürgen / Kromschröder, Bernhard (Hrsg.) Spezialfonds zur Vermögenssicherung und Vermögensmehrung für institutionelle Anleger, Passau 1985, S. 219 - 237.

- Steiner, Jürgen / Kromschröder, Bernhard (Hrsg.) (Spezialfonds)** Spezialfonds zur Vermögenssicherung und Vermögensmehrung für institutionelle Anleger, Passau 1985.
- Stinner, Jürgen (Interview) (ausländischen Partnern)** „Gerne mit ausländischen Partnern“ - Gespräch mit Immobilienbank Vorstand Jürgen Stinner, in: Immobilien Zeitung vom 2. Juli 1998, Nr. 14, S. 5.
- Strenger, Christian (Publikumswertpapierfonds)** Publikumswertpapierfonds - leistungsfähige, hochwertige Wertpapieranlagen, in: Zeyer, Fred (Hrsg.), Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing, Frankfurt / Main 1993, S. 25 - 36.
- Strohm, Hans Gottfried (Inland)** Immobilienanlagen im Inland, in: Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2., neubearbeitete Aufl., München 1997, S. 875 - 950.
- Strohm, Hans Gottfried (Ausland)** Immobilienanlagen im Ausland, in: Assmann, Heinz-Dieter, / Schütze, Rolf A. (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2., neubearbeitete Aufl., München 1997, S. 951 - 976.
- Suter, Rainer Andreas (Anlageentscheide)** Anlageentscheide bei Immobilien - Empirische Analyse bei Immobilienfonds, Lebensversicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen in der Schweiz, Diss., Bamberg 1995.
- Sutz, Robert A. (Immobilien Investment Trust)** Der Immobilien Investment Trust in der Schweiz, Diss., Winterthur 1957.
- Suzman, Mark (Search)** In search of the US Grail, in: Financial Times vom 13. Juni 1997, o.Nr., S. 20.
- Thiel, Olaf (Immobilienfonds)** Immobilienfonds, in: Mein Geld, Heft 11 / 1995, S. 21 - 29.
- Thielges, Hans-Werner (Euro)** Erst Länder, dann Branchen, jetzt der Euro, in: FAZ vom 5. Juli 1998 (Sonntagszeitung), Nr. 27, S. 34.
- Thomas, Matthias (Performanceindex)** Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 2, Diss., Köln 1997.

- Thomas, Matthias (Performancemessung)** Performancemessung für Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 307 - 331.
- Thomas, Matthias / Leopoldsberger, Gerrit / Walbröhl, Victoria (Immobilienbewertung)** Immobilienbewertung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) *Immobilienökonomie* Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München / Wien 1998, S. 381 - 448.
- Tiemann, H. Jürgen (Geschlossene Immobilienfonds)**, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.) *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 595 - 620.
- Tormann, Wolfgang (Investmentgesellschaften)** Die Investmentgesellschaften, 5., völlig neu überarbeitete Auflage, Frankfurt / Main 1978.
- Troger, Mathias (Zweitmarkt)** Zweitmarkt für Anteile geschlossener Immobilienfonds, in: Brunner, Marlies (Hrsg.), *Immobilieninvestment - Produkte, Märkte, Strategien*, 2. aktualisierte Auflage, Wiesbaden 1997, S. 254 - 264.
- Usinger, Wolfgang (Hrsg.) (Immobilienrecht)** Immobilien - Recht und Steuern: *Handbuch für die Immobilienwirtschaft*, Köln 1996.
- Väth, Arno / Hoberg, Wenzel (Qualitative Analyse)** Qualitative Analyse von Immobilieninvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 79 - 123.
- Vogel, John H. (Conventional Wisdom)** Why the New Conventional Wisdom about REITs is wrong, in: *Real Estate Finance*, Summer 1997, Vol. 14, No. 2, S. 7 - 12.
- Vogler, Jochen H. (Risikoerkennung)** Risikoerkennung, -messung und -steuerung für Immobilieninvestoren, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 270 - 306.

- Waldmann, Klaus** (*DESPA*) Die DESPA - Immobilien-Investment im Sparkassenverbund, in: *Der Langfristige Kredit*, 36. Jg., Heft 12 / 1985, S. 379 - 380.
- Waldmann, Klaus** (*Spezial-Immobilienfonds*) Geschäfts- und Anlagepolitik der Spezial-Immobilienfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 37. Jg., Heft 12 / 1986, S. 376 - 378.
- Waldmann, Klaus** (*neue Kapitalanlagegesetz*) Offene Immobilienfonds und das neue Kapitalanlagegesetz, in: *Der Langfristige Kredit*, 40. Jg., Heft 13 / 1989, S. 412 - 415.
- Watsons Investment Consultancy (Hrsg.)** (*Asset Study*) Global Asset Study: Summary of the meetings held on June 29, 1993 and June 29, 1994.
- Weigel, Hansjörg** (*Immobilienanlagegesellschaften*) Die Rechte der Inhaber von Anteilen an Immobilienanlagegesellschaften, Diss., o.O. 1966.
- West LB Research** (*Immobilienaktien*) Markt- und Unternehmensanalyse: Immobilienaktien Deutschland, 20. Dezember 1996 Düsseldorf.
- Westrup, Lydia** (*Drittes Finanzmarktförderungsgesetz*) Drittes Finanzmarktförderungsgesetz - noch Wünsche offen, in: *Immobilien-Manager*, Heft 1+2 / 1998, S. 38 - 41.
- Wetteskind, Berthold T.** (*Renten*) Renten - wichtiges Anlageinstrument im Offenen Immobilienfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 41. Jg., Heft 13 / 1990, S. 437.
- Wetteskind, Berthold T. / Sommer, Bernd** (*REITs*) Real Estate Investment Trusts, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stefan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, Köln 1998, S. 737 - 767.
- Wheatley, Catherine** (*Fresh frontiers*) Fresh frontiers, in: *Estates Gazette*, Issue 9825, June 20 1998, S. 52 - 53.
- Wiebe, Frank** (*Direktbanken*) Was die Direktbanken dem Fondsanleger bieten können, in: *FAZ* vom 26./27. September 1997, Nr. 186, S. 29.
- Wiedemer, John P.** (*Investment*) *Real Estate Investment*, 4. Aufl., Englewood Cliffs, NJ 1988.

- Wöhe, Günter / Bieg, Hartmut** (*Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre*) Grundzüge der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre, 4., neubearbeitete Auflage, München 1995.
- Wood, Maria** (*Enhancing Value*) From Fighting Fires to Enhancing Value, in: Real Estate Forum, March 1996, S. 37 - 44.
- Wonhas, Paul J.** (*Anlageerwartungen*) Offene Immobilienfonds zwischen Anlageerwartungen und Managementmöglichkeiten, in: Der Langfristige Kredit, 40. Jg., Heft 13 / 1989, S. 426 - 433.
- Wonhas, Paul J.** (*30 Jahre*) 30 Jahre Stabilität - 30 Jahre iii-Fonds, in: Der Langfristige Kredit, 40. Jg., Heft 13 / 1989, S. 428 - 429.
- Wonhas, Paul J.** (*Anmerkungen*) 32 Jahre deutsche Offene Immobilienfonds: Anmerkungen zu ihrer Geschichte und Zukunft, in: Der Langfristige Kredit, 41. Jg., Heft 22+23 / 1990, S. 729 - 731.
- Wonhas, Paul J.** (*Management*) Management und Marketing bei Offenen Immobilienfonds, in: Zeyer, Fred (Hrsg.) *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing*, Frankfurt / Main 1993, S. 47 - 60.
- Wundrack, Jürgen** (*Wohnobjekte*) Offene Immobilienfonds - Wohnobjekte versus Gewerbeimmobilien, in: Der Langfristige Kredit, 43 Jg., Heft 13 / 1992, S. 438 - 439.
- Wurtzebach, Charles H. / Miles, Mike E.** (*Real Estate*) *Modern Real Estate*, 4. Ed., New York et al. 1991.
- Zaß, Manfred** (*Kapitalanlagegesellschaften*) Kapitalanlagegesellschaften und Telekom-Privatisierung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., Heft 22+23 / 1996, S. 1111 - 1112.
- Zeyer, Fred (Hrsg.)** (*Investmentfonds-Management*) *Investmentfonds-Management: Anlagestrategie - Performanceanalyse - Marketing*, Frankfurt / Main 1993.
- Zeyer, Fred** (*Gemischten Fonds*) Viel Kapital in gemischten Fonds, in: FAZ vom 27. Oktober 1997, Nr. 249, S. 36.

- Zeyer, Fred (Geldmarktfondsanlagen)** Niedrigzinsphase dämpft Interesse an liquiden Geldmarktfondsanlagen, in: FAZ vom 8. Dezember 1997, Nr. 285, S. 32.
- Zeyer, Fred (Fondsmanager)** Die Fondsmanager arbeiten in einem festen Netz von Regeln, in: FAZ vom 10. November 1997, Nr. 261, S. 38.
- Zeyer, Fred (Fondskäufer)** Fondskäufer werden anspruchsvoller, in: FAZ vom 12. Dezember 1997, Nr. 289, S. 17.
- Zeyer, Fred (Fondsanleger)** Die Fondsanleger sollten Rennlisten prüfen, in: FAZ vom 12. Februar 1998, Nr. 27, S. 24.
- Zeyer, Fred (Markt)** Offene Immobilienfonds können sich nicht vom Markt abkoppeln, in: FAZ vom 16. Februar 1998, Nr. 39, S. 28.
- Zeyer, Fred (Fondsanbieter)** Fondsanbieter auf dem Prüfstand, in: FAZ vom 23. Februar 1998, Nr. 45, S. 24.
- Zeyer, Fred (Thesaurierende Fonds)** Thesaurierende Fonds: Vermögensaufbau durch Zinseszinseffekt, in: FAZ vom 9. März 1998, Nr. 57, S. 34.
- Zeyer, Fred (Altersvorsorge)** Altersvorsorge nach dem Baukastenprinzip, in: FAZ vom 16. März 1998, Nr. 63, S. 30.
- Zeyer, Fred (Stetigkeit)** Stetigkeit lockt viele Anleger, in: FAZ vom 23. März 1998, Nr. 98, S. 34.
- Zeyer, Fred (Ausschüttungs-Rendite)** Ausschüttungs-Rendite ist kein Maßstab für den Erfolg eines Fonds, in: FAZ vom 30. März 1998, Nr. 75, S. 32.
- Zeyer, Fred (Small Caps)** Small Caps locken auch institutionelle Fondsanleger, in: FAZ vom 20. April 1998, Nr. 91, S. 32.
- Zeyer, Fred (Dollar-Fonds)** Dollar-Fonds sind eine Alternative zu Euro-Anlagen, in: FAZ vom 29. Juni 1998, Nr. 147, S. 34.
- Zeyer, Fred (Akzeptanz)** Akzeptanz der Aktien steigt, in: FAZ vom 10. August 1998, Nr. 183, S. 26.
- Zeyer, Fred (Indexfonds)** Wer auf Indexfonds baut, begrenzt Chancen und Risiken, in: FAZ vom 17. August 1998, Nr. 189, S. 28.

- Ziering, Barry / Winograd, Bernard / McIntosh, Will** (*Evolution*) The Evolution of Public and Private Market investing in the new Real Estate Capital Markets, in: *Real Estate Finance*, Vol. 14, No. 2, Summer 1997, S. 21 - 28.
- v. **Zitzewitz, Michael** (*Bürogebäude*) Immobil und doch flexibel - neue Anforderungen an das Bürogebäude der Zukunft, in: *Der Langfristige Kredit*, 45. Jg., Heft 13 / 1994, S. 464 - 466.
- v. **Zitzewitz, Michael** (*Einzelhandel*) Der Einzelhandel als Investitionsschwerpunkt bei offenen Immobilienfonds, in: *Der Langfristige Kredit*, 46. Jg., Heft 13 / 1995, S. 439 - 441.
- v. **Zitzewitz, Michael** (*Immobilie*) Die Immobilie - viel mehr als ein Gebäude, Manuskript zum Semestereröffnungsvortrag an der ebs Immobilienakademie (14. Jahrgang), Oestrich-Winkel am 20. Januar 1997.
- v. **Zitzewitz, Michael** (*institutionelle Investor*) Wo investiert der institutionelle Investor? Ausblick '98, Manuskript zum Vortrag vom 19. Januar 1998 auf dem 8. Deutschen I.I.R. Immobilienkongreß „CIMMIT '98“, Kurhaus Wiesbaden am 19. und 20. Januar 1998.

Parlamentaria

Bundestag Drucksache 2973 (neu) BT-Drucksache 2973 (neu): Schriftlicher Bericht des Ausschusses für Geld und Kredit (22. Ausschuß) über den von den Abgeordneten Neuburger, Häussler, Scharnberg und Fraktion der CDU/CSU eingebrachten Entwurf eines Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, abgedruckt in: Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev, Investment - Ergänzbares Handbuch für das gesamte Investmentwesen: Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien zu den wirtschaftlichen Grundlagen, Berlin 1970, Loseblattsammlung Stand: 34. Lieferung vom Oktober 1995, Nr. 582, S. 1 - 5.

Bundestag Drucksache V/3840, BT-Drucksache V/3840: Schriftlicher Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Mittelstandsfragen (15. Ausschuß) über den von der Bundesregierung eingebrachten Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile über die Besteuerung ihrer Erträge sowie zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, Bericht des Abgeordneten Schmidhuber, abgedruckt in: Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev, Investment - Ergänzbares Handbuch für das gesamte Investmentwesen: Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien zu den wirtschaftlichen Grundlagen, Berlin 1970, Loseblattsammlung Stand: 34. Lieferung vom Oktober 1995, Nr. 582, S. 35 - 46.

Bundestag Drucksache 13/8933 Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 06.11.1997, Bonn 1997.

Bundesregierung (Vorentwurfsresümee 3. FMFG) Zusammenfassung des Vorentwurfes eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 23. Juni 1997, in: Bundestag, Drucksache 13/8933, Bonn 1997, S. 1 - 5.

Bundesregierung (Begründung 3. FMFG) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland

(Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 6. November 1997, in: Bundestag, Drucksache 13/8933, Bonn 1997, S. 6 - 160 (Anlage 1).

Bundesrat (Stellungnahme 3. FMFG) Stellungnahme des Bundestages zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 6. November 1997, in: Bundestag, Drucksache 13/8933, Bonn 1997, S. 161 - 180 (Anlage 2).

Bundesregierung (Gegenäußerung 3. FMFG) Gegenäußerung zur Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 6. November 1997, in: Bundestag, Drucksache 13/8933, Bonn 1997, S. 181 - 186 (Anlage 3).

Univ.-Bibliothek
Regensburg

BISHER IN DIESER REIHE ERSCHIENEN:

Band 1

Stephan Bone-Winkel

Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien

ISBN 3-932687-15-9

Band 2

Matthias Thomas

Die Entwicklung eines Performanceindexes für den deutschen Immobilienmarkt

ISBN 3-932687-23-X

Band 3

Wolfgang Schäfers

Strategisches Management von Unternehmensimmobilien

Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung

ISBN 3-932687-24-8

Band 4

Daniela Kirsch

Public Private Partnership

Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in Projekten der Flächenerschließung und Immobilienentwicklung

ISBN 3-932687-27-2

Band 5

Sven-Eric Ropeter

Investitionsanalyse für Gewerbeimmobilien

ISBN 3-932687-30-2

Band 6

Gerrit Leopoldsberger

Kontinuierliche Wertermittlung von Immobilien

ISBN 3-932687-28-0

Band 7

Kerstin Hiska Brade

Strategischer Marketing-Planungsprozeß für Büroimmobilien

ISBN 3-932687-34-5

Band 8

Björn Isenhofer

Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen

ISBN 3-932687-35-3

Band 9

Christoph Buse

Strategisches Management von industrieverbundenen

Wohnungsunternehmen

ISBN 3-932687-39-6

Band 10

Nicole Vaaßen

Gewerbliches Immobilienleasing

Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers

ISBN 3-932687-40-X

Band 11

Arno Väth

Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als

Pendant zum REIT

Entwicklung einer Konzeption auf der Basis der KAGG-Novelle '98

ISBN 3-932687-41-8

Band 12

Petra Straßheimer

Internationales Corporate Real Estate Management

ISBN 3-932687-51-5

Band 13

Markus Hens

Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien

ISBN 3-932687-52-3

Das Thema Immobilien-AG hat – vor allem wegen des Erfolges der US-REITs – in letzter Zeit einen erheblichen Popularitätszuwachs in der deutschen Immobilienbranche erlangt. Allerdings geht die Literatur zu diesem Thema uneingeschränkt von der herkömmlichen AG als Rechtsform aus. Die entscheidende Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung eines REIT-Pendants ist jedoch eine den REITs weitgehend entsprechende eigenständige Regulierung, die ebenfalls steuerliche Transparenz und Anlegerschutz gewährleistet. Da die herkömmliche AG diese Anforderungen nur beschränkt erfüllen kann, hat sich in Deutschland kein dem REIT-Konzept vergleichbares Aktiensegment etabliert.

Daher verfolgt diese Arbeit das Ziel, die Notwendigkeit aufzuzeigen, im Rahmen des KAGG neben den Offenen Immobilienfonds ein den REITs entsprechendes Verbriefungsvehikel zu verankern und unter dem Arbeitstitel „Grundstücks-Investment-AG“ einen konkreten Entwurf auszuarbeiten. Der Ausgangspunkt dieser Argumentation ist die Frage, inwieweit die Investitionsidee, verstanden als die „Chancengleichheit aller Anleger an allen Märkten“, durch Offene Immobilienfonds umgesetzt werden kann. Daher erfolgt ein diesbezüglicher Vergleich mit den Wertpapierfonds. In diesen Bezugsrahmen wird die Untersuchung der REITs sowie das entworfene Konzept für Grundstücks-Investment-AGs eingeordnet. Dieser Entwurf stellt eine Weiterentwicklung der Investment-AG dar, die durch die jüngste KAGG-Novelle im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes zum Zwecke des Wertpapier- und Beteiligungsinvestments neu geregelt wurde.

Dieses Buch enthält somit zum einen eine kritische Analyse des aktuellen Entwicklungsstandes des KAGG und zum anderen eine detaillierte Untersuchung der REITs sowie einen Entwurf für die KAGG-Integration eines REIT-Pendants in Deutschland. Es richtet sich folglich vor allem an zukunftsorientiert denkende Immobilien-Professionals mit Interesse an börsennotierten Immobiliengesellschaften, insbesondere Immobilien-Portfolio-Manager. Auf der Wertpapierseite wendet sich das Buch primär an Fondsmanager und Investment Banker mit Immobilieninteressen. Wirtschaftswissenschaftlern und Studenten der Fächer Immobilienökonomie, Investment Banking sowie Finanz- und Bankwirtschaft kann es als Ergänzung der Literatur zum Thema „Innovationsvorschläge für Immobilienanlageprodukte“ dienen.

ISBN 3-932687-41-8



9 783932 687419



Rudolf Müller

www.rudolf-mueller.de