

Liquidationstransformation durch Immobilien- Investmentgesellschaften

**- Theoretische Fundierung und Implikationen für Gestaltung von
Immobilienfonds in der Praxis -**

November 2003

von Dr. Steffen P. Sebastian
Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt/Main
Lehrstuhl für Investment, Portfolio Management und Alterssicherung
(Prof. Dr. Raimond Maurer)
60054 Frankfurt/Main
Telefon 069/798-22665
Telefax 069/798-25210
sebastian@wiwi.uni-frankfurt.de

Zusammenfassung

Offene Immobilienfonds als Anlagen für breite Bevölkerungsgruppen sind international nur in Deutschland in relevantem Umfang anzutreffen. Versuche, offene Immobilienfonds als Publikumsanlage in Großbritannien, Australien oder den Niederlanden zu etablieren, sind im Wesentlichen gescheitert. Auch die offenen Immobilienfonds in der Schweiz, an deren Regulierung sich die deutsche Gesetzgebung orientierte, stellen mittlerweile durch verschiedene Gesetzesänderungen im Wesentlichen geschlossene Fonds dar.

Als problematisch erwies sich immer wieder die Diskrepanz zwischen der Illiquidität der Immobilie und der ständigen Ausgabe bzw. Rückgabe von Anteilsscheinen. Eine systematische Analyse, wie offene Immobilienfonds ausgestaltet sein müssen, um diesem Gegensatz gerecht zu werden, fehlt bislang. Dieser Beitrag versucht, diese Lücke zu schließen.

Es ergeben sich zum einen Erkenntnisse, warum das Konstrukt eines deutschen offenen Immobilienfonds im besonderem Maße geeignet ist, dem Gegensatz zwischen hoher Liquidität des Anteilscheins und niedriger Liquidität der Anlage selbst gerecht zu werden. Zum Anderen werden Ansätze für weitere mögliche Ausgestaltungen aufgezeigt. Gesonderte Berücksichtigung findet die verursachungsgerechte Übertragung der durch Kauf- und Verkaufsvorgänge entstehenden Transaktionskosten auf die Anleger. Es zeigt sich hierbei, dass die aktuelle Regelung bei deutschen offenen Immobilienfonds den hier aufgestellten Maximen zwar in einigen Bereichen, jedoch bei Weitem nicht vollständig entspricht.

1 Einleitung

1.1 Gegenstand und Aufbau der Arbeit

Die Literatur über Finanzintermediäre fokussiert in der Regel Banken und Versicherungen. Eine dezidierte Behandlung der verschiedenen Funktionen von Wertpapier- und insbesondere von Immobilien-Investmentgesellschaften fehlt hingegen weitgehend. In dieser Arbeit sollen daher zunächst allgemein gültige Grundsätze für die Funktionsweise von Investmentgesellschaften in Abhängigkeit gewählten rechtlichen Ausgestaltung erarbeitet werden.¹ Insbesondere die Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Fonds sollen genauer analysiert werden.

Zur Illustration wird zunächst der Gütertausch auf vollkommenen Märkten dargestellt. Durch der Einführung von Unvollkommenheiten auf Kapitalmärkten werden dann die Funktionen von Investmentgesellschaften bei der Transformation von Finanzanlagen aufgezeigt. Besonders wird hierbei auf die Liquiditätstransformation von Immobilien-Investmentgesellschaften eingegangen. Hierbei wird der Ansatz verfolgt, bisherige Erkenntnisse aus dem bankbetriebswirtschaftlichen Liquiditätsmanagement auf die spezifischen Aufgaben von Investmentgesellschaften auf Immobilienmärkten zu übertragen.

Nach der klassischen Nationalökonomie führt die unsichtbare Hand des Preismechanismus und der Eigennutz der Marktteilnehmer dezentral immer zur bestmöglichen Güterversorgung.² Für moderne Wertpapiermärkte kann die Annahme eines perfekten Marktes je nach Untersuchungszweck – beispielsweise im Kontext der traditionellen Gleichgewichtsmodelle der Kapitalmarkttheorie – eine akzeptable Abstraktion darstellen.³ Im Rahmen des Theoriegebildes derartiger friktionsloser oder perfekter Finanzmärkte bleibt aber für Finanzintermediäre, die unter Inanspruchnahme von Ressourcen zusätzliche Koordinationsaufgaben erbringen, kein Raum.⁴

Ein Markt stellt nach *Stackelberg* (1951) eine „gedankliche Zusammenfassung aller Kaufs- und Verkaufsakte eines bestimmten Gutes innerhalb eines bestimmten Gebietes und Zeitraumes“ dar.⁵ Diese Definition weist durch die Differenzierung nach sachlichen, räumlichen und zeitlichen Dimensionen bereits auf die Verschiedenartigkeit der einzelnen Transaktionen hin.⁶ Um

¹ In der Literatur findet sich hingegen häufig die Vorgehensweise, zunächst real existierende Gesellschaften zu beschreiben und anschließend einige mögliche Vorschläge für eine Veränderung der rechtlichen Ausgestaltung zu diskutieren, vgl. etwa *Bals* 1993; *Schlag* 1995; *Helmer* 1997; *Clemens* 1999; *Väth* 1999. Die hier gewählte Vorgehensweise hat den Vorteil, dass sich die theoretischen Ausgestaltungsmöglichkeiten systematisch aus den Transformationsfunktionen ergeben.

² Vgl. *Hessler* 1978, S. 459, 465-467.

³ Zur Prämissenkritik vgl. *Sharpe* 1964, S. 434; *Steiner/Bruno* 1993, S. 23 f.; für eine grundsätzliche Kritik der mikroökonomisch fundierten Kapitalmarktforschung vgl. *Hax* 1993, S. 87; *Schneider* 2000, S. 429 f.

⁴ Vgl. *Krahn* 1985, S. 20 f.; *Fischer* 1994, S. 582.

⁵ *Stackelberg* 1951, S. 18 f.

⁶ Vgl. *Tieke* 1992, S. 50.

anstelle einer Vielzahl von an sich einzigartigen Vorgängen einen aggregierten Gesamtmarkt identifizieren zu können, ist eine abstrahierte Betrachtung notwendig. Diese logische Erfordernis findet ihre gedankliche Ausprägung in der Modellierung so genannter vollkommener oder perfekter Märkte, die das Prinzip der Unterschiedslosigkeit in sachlicher, personeller, räumlicher und zeitlicher Hinsicht erfüllen.⁷ Aus dem Prinzip der Unterschiedslosigkeit der Güter lassen sich für derartige Märkte unter anderem folgende Eigenschaften ableiten:

- Vollkommene Markttransparenz (d.h. alle relevanten Informationen stehen für alle Marktteilnehmer vollständig und kostenfrei Umfang zur Verfügung)
- Absenz von Steuern
- Absenz von Transaktionskosten

Nimmt man weiter eine unendliche Teilbarkeit der Güter an, so kann die Preisbildung zwischen Individuen anhand eines marginalanalytischen Optimierungssatzes erklärt werden. Im Rahmen allgemeiner Gleichgewichtsmodelle treffen dabei die Vorstellungen von Anbietern und Nachfragern durch Preisanpassung stets ohne Nachfrage- oder Angebotsüberhang zusammen. Weiterhin ist die Allokation der Güter auf einem bzw. durch einen perfekten Markt stets pareto-optimal. Ein zusätzlicher staatlicher Eingriff in Form von Besteuerung oder Regulierung wirkt somit stets wohlfahrtssenkend.⁸

1.2 Güterallokation auf unvollkommenen Finanzmärkten

Unter dem Begriff der *Neuen Institutionenökonomik* oder des *Neo-Institutionalismus* werden üblicherweise die Ansätze der Informationsökonomik, des Transaktionskostenansatzes, der Property-Rights- und der Prinzipal-Agenten-Theorie subsumiert.⁹ Hierbei werden zur Integration von anderen als produzierenden Unternehmen in mikroökonomischen Modellen die Annahmen eines vollkommenen Marktes parziell aufgegeben. Speziell zur Erklärung der Existenz von Finanzintermediären lassen sich die Ansätze in der Literatur in zwei Hauptrichtungen unterscheiden, die Marktunvollkommenheiten in Form von (i) Transaktionskosten oder (ii) asymmetrischer Informationsverteilung zulassen.¹⁰

Die erstgenannten Ansätze integrieren die Existenz von Finanzintermediären in Gleichgewichtsmodelle dadurch, dass Kosten bei der Koordination von Aktivitäten implizit zugelassen werden. Finanzintermediäre können somit bei der Existenz fixer Kosten steigende Skalenerträge

⁷ Zu diesen und weiteren Voraussetzungen vgl. *Stackelberg* 1951, S. 221; *Wöhe* 1990, S. 644-646; *Stobbe* 1991, S. 312-315.

⁸ Vgl. *Fischer* 1994, S. 582.

⁹ Vgl. *Unser* 1999, S. 128.

¹⁰ Vgl. *Campbell/Kracaw* 1980; *Hellwig* 1991; *Schneider* 1985, S. 1238; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 115.

erzielen.¹¹ Dabei können Kosten beispielsweise durch die Suche nach geeigneten Kontraktpartnern oder durch die Generierung, Beschaffung und Verarbeitung von Information entstehen.

Die zweite Gruppe von Ansätzen beruht auf der Aufgabe der Annahme vollkommener Markttransparenz. Eine besondere Bedeutung hat in der Finanzierungstheorie die Prinzipal-Agententheorie erhalten. Dabei delegiert ein Kapitalgeber (Prinzipal) Aufgaben an einen Finanzintermediär (Agent), da dieser Spezialisierungsvorteile hinsichtlich der übertragenen Aufgabe besitzt.¹²

In einer derartigen Konstellation kann es für den Agenten vorteilhaft sein, eine Entlohnung für seine Tätigkeit entgegenzunehmen, jedoch unter Maximierung seines eigenen Nutzens seinen Auftrag nicht oder nicht vollständig zu erfüllen und so die dadurch anfallenden Kosten zu sparen. Diese als *moral hazard* bezeichnete Problematik ist insbesondere dann vorteilhaft, wenn der Auftraggeber keine Möglichkeit hat, die Handlungen des Agenten zu kontrollieren. Eine Ausgestaltung der Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Finanzintermediär (Delegated Monitoring) wurde von *Diamond/Dybvig* (1983) und *Diamond* (1984) modelliert.¹³ Sie weisen insbesondere nach, dass ein gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrtsgewinn entsteht, wenn der Bankensektor einer staatlichen Regulierung unterliegt.

Abweichend von der üblichen Systematisierung identifiziert *Scholtens* (1993) Arbeiten, die sich explizit mit der Berücksichtigung staatlicher Regulierung beschäftigen, als eine eigenständige dritte Gruppe von Ansätzen. Eine exakte verursachungsgerechte Abgrenzung der einzelnen Ansätze ist nicht immer möglich, da die Imperfektionen untereinander in Beziehung treten. Letztlich verursachen alle Unvollkommenheiten mittelbar oder unmittelbar Kosten.¹⁴

Allen Ansätzen in der Literatur ist gemein, dass sie die Existenz von Finanzintermediären mit einem positiven Beitrag zur Effizienz auf unvollkommenen Märkten zu erklären versuchen.¹⁵ Um diese Koordinationsaufgaben für Finanzmärkte zu illustrieren, sollen, der Darstellung von *Bitz* (1989; 2002) folgend, die Funktionen von Finanzintermediären anhand der Probleme dargestellt werden, die von Individuen in einem Marktumfeld zu bewältigen wären, in dem keine Finanzintermediäre vorhanden sind.¹⁶

¹¹ Vgl. insbesondere *Benston/Smith* 1976. Für eine weitergehende Diskussion dieses Ansatzes vgl. *Holz* 1996, S. 33-36.

¹² Zu einer weitergehenden Systematisierung vgl. *Breuer* 1993, S. 97.

¹³ Für die modelltheoretischen Spezifika des Ansatzes vgl. *Diamond* 1984; S. 393-414; *Breuer* 1993, S. 140-142; *Breuer* 1994, S. 293-297.

¹⁴ So unterliegt beispielsweise die Informationsbeschaffung und -verarbeitung staatlichen Auflagen; zur Einhaltung von Gesetzen und anderen Restriktionen ist die kostenverursachende Kenntnis bzw. Beurteilung der Relevanz auf die eigene Unternehmenssphäre erforderlich, vgl. *Scholtens* 1993, S. 120 f.

¹⁵ Vgl. *Benston/Smith* 1976, S. 215 f.; *Richter* 1994; *Terberger* 1994; *Holz* 1996, S. 27 f.; *Unser* 1999, S. 129.

¹⁶ Vgl. *Bitz* 1989, S. 432-434; *Bitz* 2002, S. 28 f.

Die Ausgangssituation sei dadurch gegeben, dass originäre Geldgeber mit Anlagebedarf und entsprechend Geldnehmer mit Finanzbedarf (in Darlehens- oder Beteiligungsform) existieren. Zum Abschluss einer Transaktion müssen zunächst sowohl Geldgeber als auch Geldnehmer geeignete Kontraktionspartner mit komplementärem Bedarf identifizieren. Geldgeber müssen sich weiterhin sowohl vor als auch während der Dauer der Geldüberlassung über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Geldnehmers informieren.¹⁷ Selbst bei extensiver Informationsbeschaffung hängt für den Geldgeber die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals von der wirtschaftlichen Entwicklung und der zukünftigen Verhaltensweise des Geldnehmers ab. Beides ist bei Vertragsabschluss eine unsichere Größe und somit risikobehaftet. Durch die Konzentration auf nur einen Geldnehmer ergibt sich ein hohes unsystematisches Risiko. Der Anleger verzichtet im Ergebnis somit entweder auf Diversifikation oder muss mit einer Vielzahl von Geldnehmern kontrahieren.

Auch wird der anzulegende Betrag in der Regel nicht mit dem Finanzbedarf des Geldnehmers identisch sein. Ebenso wie bei der Höhe der Beträge differieren auch bei der Dauer der Kapitalüberlassung die Präferenzen der Marktteilnehmer. Beispielsweise sind Kreditverträge häufig langfristiger Natur. Eigenkapital wird Unternehmen grundsätzlich unbefristet zur Verfügung gestellt. Kapitalgeber werden hingegen über ihre Einlage kurz- oder mittelfristig wieder verfügen wollen. Sofern keiner der Marktpartner seinen Bedarf anpassen will bzw. kann, müssen weitere Marktteilnehmer gefunden werden, bis insgesamt Angebot und Nachfrage betrags- und fristenmäßig deckungsgleich sind.¹⁸

Es lassen sich somit vier Problemkomplexe identifizieren:

- Informationsprobleme
- Betrags-/Losgrößenprobleme
- Risikoprobleme
- Fristenprobleme

Auch bei der Existenz von Finanzintermediären bleiben diese Probleme dem Grunde nach bestehen, können jedoch durch deren Tätigkeit reduziert werden. Diese Funktion wird auch als Transformationsleistung der Finanzintermediäre bezeichnet. Entsprechend den oben aufgeführten Problemfeldern lassen sich Informationsbedarf-, Risiko-, Losgrößen- und Fristentransformation unterscheiden.

¹⁷ Vgl. Maurer 1996, S. 9-14.

¹⁸ Vgl. Spicher 1997, S. 18; Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber 2000, S. 6-10.

Finanzintermediäre erbringen Transaktionsleistungen, indem sie sich selbst sowohl Anlegern als auch Kreditsuchenden als Kontraktpartner anbieten. Unternehmen, die eigenständige Vertragsverhältnisse mit originären Geldgebern und Geldnehmern eingehen, werden als *Finanzintermediäre im engeren Sinne* bezeichnet. Hier sind insbesondere Banken und Versicherungen zu nennen. Kapitalanlagegesellschaften sind ebenfalls den Finanzintermediären im engeren Sinne zuzuordnen, wenden sich aber mit ihrem Angebot in der Regel primär an originäre Geldgeber und nur im Ausnahmefall direkt an originäre Geldnehmer. *Finanzintermediäre im weiteren Sinne* tragen zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage bei, indem sie Hilfe beim Abschluss von Finanzkontrakten anbieten, selbst aber keinen Vertrag zur Geldüberlassung eingehen. In modernen Finanzmärkten sind vor allem die Transformationsfunktionen geregelter Wertpapierbörsen bedeutsam, die nachfolgend dargestellt werden.¹⁹

2 Spezifische Transformationsleistungen von Wertpapierbörsen

Wertpapiere desselben Emittenten verbriefen bei gleicher Laufzeit und Stückelung identische Rechte und stellen somit homogene Güter dar. Die einheitliche Standardisierung der Vertragsbedingungen reduziert den Informationsbedarf sowohl für Kapitalnehmer als auch für potenzielle Kapitalgeber. Zudem stellen Börsen Informationen in Form von Kursen oder Handelsvolumina öffentlich zur Verfügung.²⁰ Publikationspflichten der Kapitalnehmer generieren zusätzlich eine Vielzahl kostengünstiger Informationen. Die Regulierung durch Zulassungsbestimmungen und die Kontrolle ihrer Einhaltung durch die Börsenaufsicht bewirken eine weitere Reduktion des Informationsbedarfs der Geldgeber und ersparen diesen dadurch Kosten.

Auch die Losgrößen von Finanzkontrakten werden von Wertpapierbörsen in erheblichem Umfang reduziert. So wird beispielsweise das Eigenkapital eines multinationalen Konzerns oder die Staatsverschuldung eines Landes in handelbare Beträge aufgeteilt. Zulassungsbestimmungen bewirken durch Selektion eine weitere Verminderung des Risikos. Risikoreduktion durch Diversifikation oder eigenständige Haftung der Wertpapierbörsen finden im Regelfall allerdings nicht statt.²¹

Weiterhin kommt der Fristentransformation von geregelten Wertpapierbörsen wesentliche Bedeutung zu. Marktteilnehmer, die an einer nur kurzfristigen Kapitalüberlassung interessiert sind, werden dennoch bereit sein, Verträge mit langfristigen oder unbegrenzten Laufzeiten zu zeichnen, sofern ein funktionsfähiger Sekundärmarkt besteht, an dem der Finanzkontrakt nach Ablauf der gewünschten Frist an andere Kapitalgeber veräußert werden kann. Umgekehrt können Marktteilnehmer, die eine langfristige Kapitalüberlassung benötigen, auch ohne direkten Kontraktionspartner ihre Vorstellungen verwirklichen, wenn gewährleistet ist, dass sie zukünftig jederzeit erneut kontrahieren können. Durch mehrere kurzfristige Verträge, deren Laufzeiten

¹⁹ Vgl. *Bitz* 1989, S. 430-432; *Holz* 1996, S. 25-27; *Spicher* 1997, S. 11-16; *Bitz* 2002, S. 14-28.

²⁰ Vgl. *Dow/Gordon* 1997a, 1997b; *Spicher* 1997, S. 23 f.

²¹ Eine Ausnahme stellt die Funktion der Clearing-Stellen als Garant bei Options- und Terminkontrakten dar, vgl. *Büschgen* 1998, S. 226 f., 459 f.

direkt aneinander anschließen, können in diesem Fall auch bei unterschiedlichen Präferenzen bezüglich der Anlagedauer Vertragsabschlüsse zu Stande kommen.²²

Bei der Fristentransformation können über das dem Finanzkontrakt inhärenten Risiko hinaus erhebliche zusätzliche Risiken entstehen. Bei der Fristentransformation sind insbesondere das so genannte *Geldanschlussrisiko* sowie *Zins- und Kursänderungsrisiken* relevant. Das Geldanschlussrisiko besteht in den oben dargestellten Fällen darin, bei der Veräußerung eines langfristigen Vertrages keinen Käufer zu finden, der den Finanzkontrakt übernehmen möchte (Anschlussinvestition) bzw. nach dem Ablauf einer kurzfristigen Geldüberlassung nicht erneut einen Kreditvertrag abschließen zu können (Anschlussfinanzierung). Auch wenn der gewünschte Anschlussvertrag zu Stande kommt, besteht weiterhin die Gefahr, dass auf Grund veränderter Marktbedingungen ein Abschluss nur zu niedrigeren Kursen bzw. höheren Zinsen möglich ist.²³

Das in der Literatur übliche Konzept der Fristentransformation erweist sich bei näherer Betrachtung jedoch als nicht ausreichend. So wird der Verkauf eines langfristigen Finanzkontraktes auch vor Fälligkeit jederzeit möglich sein, sofern der Preis gering genug ist. Zusätzlich zur Fristentransformation soll daher im Rahmen dieser Arbeit die Transformation der Liquidität der betrachteten Finanzkontrakte berücksichtigt werden.²⁴

Nach der üblichen Definition ist ein Finanzkontrakt dann liquide, wenn er jederzeit sofort in kleinen oder großen Mengen ohne nennenswerten Aufschlag oder Abschlag vom marktgerechten Kurs gehandelt werden kann.²⁵ Demnach umfasst Liquidität zwei wesentliche Eigenschaften, die eng zusammenhängen. Zum einen weist Liquidität eine Zeitdimension auf. Liquide Finanzkontrakte können jederzeit ohne Verzögerung ge- bzw. verkauft werden. Darüber hinaus beinhaltet Liquidität zugleich eine Preisdimension.²⁶ Unabhängig vom Volumen des Kauf- oder Verkaufsauftrages kann ohne Preisauf- bzw. -abschlag stets der Marktwert erzielt werden. Ein Gut ist demnach umso liquider, je kürzer die Transaktionsfristen und je geringer die Transaktionskosten sind.

Als Transaktionskosten werden Kosten bezeichnet, die mit der Übertragung eines Wirtschaftsgutes von einem Wirtschaftssubjekt auf ein anderes entstehen. Transaktionskosten lassen

²² Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 7; *Bitz* 2002, S. 26.

²³ Vgl. *Bitz* 2002, S. 30 f.

²⁴ Eine ursachengerechte Abgrenzung der verschiedenen Transformationsleistungen ist nicht immer eindeutig möglich. So hat Informationsbeschaffung zugleich auch Risikoreduktion zur Folge. Diversifikation wird durch Losgrößentransformation erleichtert oder überhaupt erst möglich. Alle Transformationen zusammen bewirken eine Erhöhung der Liquidität. Eine Systematisierung erfolgt daher üblicherweise anhand des Ergebnisses der Transformationsleistung, dem auch hier gefolgt wird.

²⁵ Vgl. *Schmitt/Iversen* 1991; *Oesterhelweg/Schiereck* 1993, S. 390; *Kempf* 1998, S. 299.

²⁶ Unter weiterer Berücksichtigung des Ordervolumens identifizieren *Hasbrouck/Schwartz* 1988 die Dimensionen Tiefe, Breite, Erneuerungsfähigkeit und Zeit, vgl. auch *Oesterhelweg/Schiereck* 1993, S. 390-392; *Lüdecke* 1996, S. 21-24.

sich nach mehreren Kriterien systematisieren. Nach dem auf *Coase* zurückgehenden Transaktionskostenansatz der Neuen Institutionenökonomie umfasst der Begriff der Transaktionskosten die mit der Übertragung verbundenen Such-, Einigungs- und Kontrollkosten.²⁷ Entsprechend können Transaktionskosten nach ihrer zeitlichen Entstehung (vor, während und nach dem Transaktionsvorgang) systematisiert werden.²⁸

Fokussiert man nur die unmittelbar beim Transaktionsvorgang anfallenden Kosten, so lassen sich explizite und implizite Transaktionskosten unterscheiden. Statt dem Begriffspaar explizite/implizite Transaktionskosten sind auch die Bezeichnungen direkte/indirekte Transaktionskosten gebräuchlich.²⁹ Explizite oder direkte Transaktionskosten sind dadurch charakterisiert, dass sie offen ausgewiesen werden sowie für Kontraktionspartner evident und leicht messbar sind. Diese fallen beispielsweise bei der Übertragung von Wertpapieren in Form von Kommissionen (Handelsprovision, Maklercourtage) und sonstigen Gebühren (Steuern, Clearing-Gebühren) an. Bei einer Wertpapiertransaktion betragen die expliziten Transaktionskosten in der Regel nicht mehr als 0,3 % des Kaufpreises.³⁰

Im Gegensatz zu den expliziten Kosten ist die eindeutige Bestimmung der Höhe impliziter Transaktionskosten in der Regel auch ex post nicht möglich. Das Konzept impliziter Transaktionskosten basiert auf der Annahme, dass ein Gleichgewichtspreis existiert, der dem marktgerechten Wert des übertragenen Wirtschaftsgutes entspricht. Weicht nun ein tatsächlich realisierter Transaktionspreis von diesem Gleichgewichtspreis ab, so entstehen in Höhe dieser Differenz implizite Transaktionskosten. Diese fallen demnach nicht zwangsläufig an, sondern sind vielmehr Folge von Marktunvollkommenheiten. So werden implizite Transaktionskosten auf Wertpapiermärkten auf eine beschränkte Aufnahmekapazität zurückgeführt. Entsprechend müssen Anbieter eines Kontraktes mit großem Volumen, sofern sie eine unmittelbare Abwicklung erreichen wollen, Abschläge (bzw. Zuschläge im Falle eines Kaufauftrages) auf den Gleichgewichtspreis hinnehmen, der bei geringeren Volumina erzielbar wäre. Diese Form impliziter Transaktionskosten wird daher auch als Kosten des sofortigen Abschlusses, als Liquiditätsprämie oder als implizite Ausführungskosten bezeichnet.³¹ Diese Betrachtungsweise ist dadurch besonders anschaulich, dass die Transaktionszeit für liquide und illiquide Güter (bzw. Kontraktvolumina) gleichsam auf Null gesetzt wird. Die Zeitdimension der Liquidität muss somit nicht mehr betrachtet werden, da sich Auswirkungen der Illiquidität ausschließlich in der Preisdimension zeigen.

²⁷ Vgl. *Coase* 1937, S. 386-388; *Averdiek-Bolwien* 1998, S. 68.

²⁸ Vgl. *Breuer* 1993, S. 65 f.; *Maurer* 1996, S. 10-14.

²⁹ Vgl. *Maurer* 1996, S. 24; *Averdiek-Bolwin* 1998, S. 69. Zur Differenzierung zwischen pagatorischen und kalkulatorischen Transaktionskosten vgl. hingegen *Zimmermann* 1992, S. 44.

³⁰ Vgl. für die NYSE die Übersicht bei *Maurer* 1996, S. 30. Bei bilanzierenden Unternehmen ist zusätzlich zu beachten, dass außerdem erhebliche Transaktionskosten in Form von Ertragsteuern bei der Realisierung stiller Reserven entstehen können.

³¹ Vgl. *Oesterhelweg/Schiereck* 1993, S. 390; *Maurer* 1996, S. 25; *Averdiek-Bolwin* 1998, S. 71.

Werden durch sukzessive Ausführung in kleineren Teilaufträgen entsprechend längere Transaktionszeiten zugelassen, so können Abweichungen vom Gleichgewichtspreis reduziert und somit die impliziten Ausführungskosten gesenkt werden. Jedoch können bei dieser Vorgehensweise durch zwischenzeitliche Kursveränderungen höhere Einstandspreise anfallen bzw. niedrigere Verkaufspreise erzielt werden. Die hierdurch entstehenden impliziten Transaktionskosten werden als Opportunitätskosten bezeichnet.³² Wird bei der sukzessiven Platzierung der Order stets der Marktpreis erzielt, so beinhalten die Opportunitätskosten analog ausschließlich die Zeitdimension der Liquidität. Im Gegensatz zu anderen Ansätzen, welche die Zeitdimension beispielsweise als die Dauer definieren, in der am Markt für das betreffende Wertpapier kein Handel stattfindet,³³ hat die Erfassung der Zeitdimension in Form von Opportunitätskosten den Vorteil, dass sich diese gleichsam wie implizite Anschlusskosten in Geldeinheiten ausdrücken lassen. Es ist somit eine einheitliche Quantifizierung beider Bestandteile der impliziten Transaktionskosten möglich.

Empirische Untersuchungen legen die Vermutung nahe, dass die impliziten Kosten bei einer Wertpapiertransaktion umso höher ausfallen, je geringer die Marktkapitalisierung des Unternehmens und umso höher das Ordervolumen ist.³⁴ Implizite Kosten können auf Wertpapiermärkten beim Handel größerer Volumina, wie sie etwa für institutionelle Anleger typisch sind, ein Vielfaches der expliziten Kosten betragen.³⁵ Dementsprechend fokussieren die in der Literatur diskutierten Messkonzepte für die Liquidität von Wertpapieren bzw. Wertpapiermärkten regelmäßig die impliziten Kosten.³⁶

Private Anleger wollen hingegen typischerweise nur kleine Volumina handeln. Aus der Sicht privater Anleger können Wertpapiermärkte somit als nahezu perfekt liquide betrachtet werden. Entsprechend sind implizite Transaktionskosten nur von untergeordneter Bedeutung.³⁷ Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Informationsbedarf, Losgröße, Fristen und Liquidität des Finanzkontraktes durch Wertpapierbörsen bereits in wesentlichem Umfang transformiert werden.

³² Vgl. *Maurer* 1996, S. 25-27.

³³ Vgl. *Lassak* 1991; *Engle/Russel* 1997.

³⁴ Vgl. *Keim/Madhavan* 1994; *Maurer* 1996, S. 29 f.

³⁵ Vgl. *Collins/Fabozzi* 1991, S. 28; *Averdiek-Bolwin* 1998, S. 71.

³⁶ Vgl. *Oesterhelweg/Schiereck* 1993; *Kempf* 1998.

³⁷ Ausnahmen können sich ergeben, falls ein Kauf- bzw. Verkaufsauftrag zufällig zeitlich mit dem eines bedeutenden Anlegers zusammenfällt. Gleiches gilt für den Erwerb/Verkauf von Nebenwerten.

3 Spezifische Transformationsleistungen von Investmentgesellschaften

3.1 Art der Vertragsbeziehung

Zum Verständnis des Transformationsprozesses ist vor allem bedeutsam, ob Investmentgesellschaften direkt mit originären Geldgeber bzw. originären Geldnehmer kontrahieren oder ob hingegen die Vertragsbeziehungen nur unter Inanspruchnahme der Funktionen geregelter Wertpapierbörsen zu Stande kommt. Weiterhin hat es Auswirkungen ob die Art der Geldüberlassung in Form von Eigen- oder Fremdkapital erfolgt.

Auf Wertpapiere spezialisierte Investmentgesellschaften gehen Beziehungen zu Geldnehmern grundsätzlich nur über die Vermittlungsfunktion der Wertpapierbörsen ein.³⁸ Aktienfonds stellen hierbei Geld in Form von Eigenkapital, Rentenfonds in Form von Fremdkapital zur Verfügung. Immobilienfonds wenden sich hingegen direkt an originäre Geldnehmer, die hier als Mieter oder Pächter in Erscheinung treten und das Kapital somit nicht in nominalen Geldbeträgen, sondern in Form von Immobilien nachfragen. Die Art der Kapitalüberlassung hat vorwiegend Fremdkapitalcharakter, da eine Beteiligung an unternehmerischen Chancen und Risiken in der Regel nicht erfolgt.³⁹ Insoweit stimmen diese beiden Elemente der Vertragskonstellation von Immobilienfonds mit denen üblicher Kreditverträge von Banken überein.

Für die Beziehung zu Geldgebern ist zu unterscheiden, ob die Anlagegesellschaft nach dem Open-End-Prinzip als offener oder nach dem Closed-End-Prinzip als geschlossener Fonds konstruiert ist. Das Open-End-Prinzip impliziert, dass der Fonds laufend weitere Anleger aufnimmt und sich zugleich jederzeit bereit ist, Anteilscheine zurückzunehmen. Für einen Sekundärmarkt in Form einer geregelten Wertpapierbörse besteht daher grundsätzlich kein Bedarf, da jedem Kauf- oder Verkaufswunsch zum gleichen Preis⁴⁰ auf dem Primärmarkt entsprochen wird.⁴¹

Geschlossene Fonds sehen hingegen nur eine begrenzte Anzahl von Anteilscheinen vor. Die Höhe des Investitionskapitals und die Anzahl der Anteilscheine stehen bei Auflegung des Fonds grundsätzlich fest. Die Laufzeit des Fonds ist meist unbegrenzt, es kann aber auch eine Auflösung zu einem bestimmten Zeitpunkt vereinbart sein. Eine Rücknahme der Anteile durch den Fonds ist nicht vorgesehen, der Anleger ist aber in der Regel berechtigt, seinen Anteil an Dritte zu veräußern und so das investierte Kapital zurück zu erhalten. Daher ist für geschlossene Fonds

³⁸ Vgl. *Bitz* 2002, S. 37 f.

³⁹ Jedoch ist bei der Vermietung von Einzelhandelsflächen oder in der Gastronomie eine am Umsatz orientierte Miete üblich, vgl. hierzu *Hieronimus* 1994, S. 361, 394 f.

⁴⁰ Der Kaufpreis richtet sich hierbei nach dem anteiligen Inventarwert, d. h. dem anteiligen Fondsvermögen abzüglich der Schulden, wobei von Ausgabeaufschlägen und anderen Kosten zunächst abstrahiert werden soll.

⁴¹ Zur Abgrenzung von Primär- und Sekundärmarkt vgl. *Heinze* 1999, 4 f.

die Existenz eines leistungsfähigen Sekundärmarktes von besonderer Bedeutung.⁴² Hier ist vor allem eine Notierung der Anteilscheine an geregelten Kapitalmärkten zu nennen. Ein Beispiel für derartige geschlossene Fonds sind beispielsweise Investment-Aktiengesellschaften nach § 51 KAAG oder börsengehandelte Immobilien-Aktiengesellschaften, wobei letztere in Deutschland keiner gesonderten Regulierung oder Aufsicht unterliegen. Die üblicherweise als „geschlossener Immobilienfonds“ bezeichnete Anlageform leistet hingegen keine oder sogar eine negative Liquiditätstransformation, da die Veräußerung der Anteile regelmäßig mit längeren Fristen und höheren Abschlägen verbunden ist als der Verkauf der vom Fonds gehaltenen Immoblie.

Nachfolgende Tabelle bietet eine Übersicht über die verschiedenen Konstellationen der typischen Vertragsbeziehungen zwischen Finanzintermediär und Geldnehmern bzw. -gebern.⁴³ Hierbei wird angenommen, dass offene Fonds grundsätzlich nicht und geschlossene Fonds immer börsennotiert sind.

Tabelle 3.1: Vertragsbeziehung von Investmentfonds zu originären Geldgebern und Geldnehmern

	Beziehung zu Geldnehmern	Beziehung zu Geldgebern
Immobilienfonds	direkt, Fremdkapitalüberlassung (in Form von Immobilien)	offene Fonds: direkt, Eigenkapitalüberlassung geschlossene Fonds: über Wertpapierbörse, Eigenkapitalüberlassung
Aktienfonds	über Wertpapierbörse, Eigenkapitalüberlassung	
Rentenfonds	über Wertpapierbörse, Fremdkapitalüberlassung	
Vergleich: Banken (im Kreditgeschäft)	direkt, Fremdkapitalüberlassung	direkt, Fremdkapitalüberlassung

Nur offene Immobilienfonds schließen somit sowohl mit Geldgebern als auch mit Geldnehmern direkt vertragliche Beziehungen ab. Insofern liegt eine Analogie zu Banken vor. Börsennotierte geschlossene Immobilienfonds und offene Wertpapierfonds bedienen sich bei der Kontrahierung entweder mit Geldgebern oder mit Geldnehmern der vorgelagerten Transformationsfunktion eines weiteren Finanzintermediärs in Form geregelter Wertpapierbörsen. Börsennotierte geschlossene Wertpapierfonds treten sowohl mit Kapitalgebern als auch mit Kapitalnehmern nur

⁴² Zur Leistungsfähigkeit und Effizienz eines Finanzmarktes vgl. *Maurer* 1996, S. 19-22.

⁴³ Direkte Eigenkapitalüberlassung ohne die Vermittlungsfunktion von Wertpapierbörsen findet bspw. durch Venture-Capital-Fonds statt. Deren Bedeutung ist aber im Vergleich zu den anderen hier diskutierten Finanzintermediären gering. Zu den Vertragsbeziehungen zwischen Investoren und Venture-Capital-Fonds vgl. *Feinendegen/Schmidt/Wahrenburg* 2002.

über Wertpapierbörsen in Verbindung. Im Gegensatz zum Bankengeschäft hat bei wirtschaftlicher Betrachtung die Art der Geldüberlassung der Geldgeber sowohl bei geschlossenen als auch bei offenen Fonds stets Eigenkapitalcharakter.

3.2 Vollkommenheit der Anlagemärkte

Durch die Transformationsleistung moderner Wertpapierbörsen liegen nicht nur hinsichtlich Informationstransparenz sowie Homogenität und Losgröße der Güter, sondern auch bezüglich der Liquidität auf Wertpapiermärkten Bedingungen vor, die den wissenschaftstheoretischen Vorstellungen von einem vollkommenen Markt zumindest sehr nahe kommen.⁴⁴

Auf Immobilienmärkten liegen hingegen bereits auf Grund der logischen Unmöglichkeit einer Replikation des physischen Standortes immer unterschiedliche Güter vor. Da für Immobilien weiterhin eine zentrale Erfassung der Transaktionen unter standardisierten Bedingungen fehlt, die mit einer Wertpapierbörse vergleichbar ist, kann der Markt keine äquivalente Transparenz aufweisen. Somit entsteht höherer Informationsbedarf, beispielsweise zur Identifikation potenzieller Kontraktionspartner oder zur Bewertung individueller Objekte. Zusätzlich sind während der gesamten Investitionsdauer für eine effiziente Verwaltung betriebswirtschaftliche und rechtliche Kenntnisse erforderlich, über die Privatleute üblicherweise nicht verfügen. Auch die Losgrößen einer Immobilieninvestition sind gegenüber einer Anlage in Aktien oder Renten deutlich höher.

Weiterhin fallen bei Immobilientransaktionen explizite Kosten in Form von Gebühren für die notarielle Beurkundung, die Eintragungen im Grundbuch sowie Grunderwerbsteuer an. Weitere Kosten können für eine gutachterliche Bewertung⁴⁵ oder die Vergütung eines Immobilienmaklers entstehen. Nachfolgende Tabelle 3.2 gibt einen Überblick über die Transaktionskosten bei Immobilien in ausgewählten europäischen Ländern.

⁴⁴ Vgl. *Eberstadt* 1994, S. 729.

⁴⁵ So ist bspw. bei Transaktionen unter Beteiligung einer deutschen Versicherungsgesellschaft oder eines deutschen offenen Immobilienfonds die Bewertung durch einen öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen aufsichtsrechtlich vorgeschrieben, vgl. *Maurer/Sebastian* 1995, S. 50.

Tabelle 3.2: Explizite Transaktionskosten bei Immobilienverkäufen (Stand: Ende 2000)

	Grunderwerbsteuer	Notariatsgebühren	Registergebühren	Maklercourtage	Total
Deutschland	3,5 %	0,5 %	0,5 %	3-6 %	~10 %
Frankreich	5-5,6 %	2-3 %		7-8 %	~16 %
Schweiz	0,5-3 %	~0,4 %	~0,2 %	2-5 %	~ 6 %
Großbritannien	1 %	~0,5 %	-	0,5-1,5 %	~3 %

In Deutschland und Großbritannien kann unter bestimmten Voraussetzungen für die Umsatzsteuer optiert werden, wodurch der Vorsteuerabzug aus den Baukosten möglich ist. In Frankreich wird bei neu erstellten Gebäuden unter bestimmten Voraussetzungen Umsatzsteuer anstatt der Grundsteuer erhoben. Die in Großbritannien anfallenden Registergebühren sind nicht proportional und vergleichsweise gering.⁴⁶

Die hohen Erwerbsnebenkosten führen dazu, dass regelmäßig erst nach mehreren Jahren eine positive Gesamtrendite erzielt werden kann. Geht man beispielsweise für Deutschland von einer durchschnittlichen Immobilienrendite von 6 % p.a. aus, so ist bei Transaktionskosten in Höhe von 10 % nach einer Anlagedauer von einem Jahr noch keine positive Rendite erzielbar.⁴⁷ Unter Berücksichtigung von Opportunitätszinsen in Höhe von 4 % p.a. ist erst nach einer Anlagedauer von etwa sechs Jahren eine positive Rendite zu verzeichnen. Allein auf Grund der Höhe der expliziten Transaktionskosten zeichnen sich Immobilieninvestitionen daher grundsätzlich durch ihren langfristigen Charakter aus.

Empirische Untersuchungen über implizite Transaktionskosten auf Immobilienmärkten fehlen und sind wegen der mangelnden Transparenz dieser Märkte auch nicht in vergleichbarer Weise wie auf Wertpapiermärkten durchführbar.⁴⁸ Jedoch ist bereits allein auf Grund der für Immobilien wesentlich höheren expliziten Kosten deren Liquidität deutlich geringer einzuschätzen als die von Wertpapieren.

Wird die Existenz von ökonomischen Institutionen mit der Senkung von Koordinationskosten auf unvollkommenen Märkten begründet, so ist die Bedeutung von Finanzintermediären umso größer, je höher die Koordinationskosten sind, d.h. je weiter das betrachtete Segment vom Ideal eines vollkommen Marktes entfernt ist.⁴⁹ Somit sind die Transformationsleistungen von Banken und Immobilien-Investmentgesellschaften bedeutsamer als die von Wertpapier-Investment-

⁴⁶ Vgl. *MacLeary* 1991, S. 78 f.; *Whitehouse/Stuart-Buttle* 1992, S. 578 ff.; *Orr* 1993, S. 46; *Sebastian* 1996, S. 12 f.; *IEIF* 1998, S. 33 f.; *Gantenbein* 1999, S. 255; *Hoesli/MacGregor* 2000, S. 267; *Landwell & Associés* 2000, S. 7 f.; *PricewaterhouseCoopers* 2000, S. 17.

⁴⁷ *Maurer/Sebastian/Stephan* 2002 berechnen für einen repräsentativen Index deutscher Gewerbeimmobilien im Zeitraum 1980-1998 eine durchschnittliche Rendite von 6,36 % p.a.

⁴⁸ Zum Transparenzbegriff vgl. *Averdiek-Bolwin* 1998, S. 77-79.

⁴⁹ Vgl. *Hartmann-Wendels* 1997.

gesellschaften. In besonderem Maße gilt dies für die Losgrößen- und Fristen- bzw. Liquiditäts-transformation.⁵⁰

3.3 Transformation des Informationsbedarfs

Da ein Großteil der Informationsbeschaffung im Wesentlichen unabhängig vom Investitionsvolumen ist und somit Fixkosten darstellt, ermöglichen große Anlagebeträge durch steigende Skalenerträge den rentablen Einsatz eines professionellen Managements. Während es für einen individuellen Anleger regelmäßig erforderlich ist, aus Renditegesichtspunkten bzw. begrenzter Informationsverarbeitungskapazität auf eine Vielzahl von Informationen zu verzichten, kann ein Investmentfonds in wesentlich größerem Umfang Informationen beschaffen und verarbeiten.⁵¹ Der Informationsbedarf des Anlegers reduziert sich nun auf die Selektion und Kontrolle der Anlagegesellschaft. Die Gefahr eines *moral hazard* kann durch eine geeignete staatliche Aufsicht der Investmentgesellschaften reduziert werden.⁵²

3.4 Losgrößentransformation

Konstitutives Merkmal von Investmentgesellschaften ist die Ausgabe von Zertifikaten in Losgrößen, die es auch bei geringen Investitionsbeträgen ermöglichen, sich an einem breit diversifizierten Portfolio zu beteiligen, das ein privater Anleger schon auf Grund der Stückelungsgröße der einzelnen Anlagen nicht hätte realisieren können.⁵³ Dies gilt gleichermaßen für Wertpapier- wie für Immobilien-Investmentgesellschaften. Wiederum ist aber die Bedeutung der Transformationsleistung stark unterschiedlich: Ist es bei Aktien und Renten denkbar, dass ein diversifiziertes Portfolio von einem Privatanleger auch direkt gehalten wird, so wird schon der Erwerb einer einzelnen Immobilie für viele Anleger nicht oder nur mit hohem Leverage möglich sein. Der

⁵⁰ Bei der Anlage in Aktien, festverzinslichen Wertpapieren oder sonstigen börsengehandelten Finanztiteln hat ein privater Investor die Wahl, die Anlage am Wertpapiermarkt entweder selbst zu tätigen oder die Dienste des Finanzintermediäres in der Form einer Kapitalanlagegesellschaft in Anspruch zu nehmen, vgl. *Bitz* 1989, S. 430 f.; *Holz* 1996, S. 25. Der Eintritt eines weiteren Finanzintermediärs zwischen Geldgebern und Geldnehmer in Form der Kapitalanlagegesellschaft erfolgt unter Beanspruchung von Ressourcen. Eine Abwicklung über eine Investmentgesellschaft ist demnach nur dann vorteilhaft, wenn die hierdurch entstehenden Kosten geringer sind als ein direkter Vertragsabschluss am Markt. Wertpapierbörse (als Markt) und Anlagegesellschaft (als Organisation) stellen nach diesem Verständnis konkurrierenden Systeme dar, vgl. *Spicher* 1997, S. 24. Durchschnittliche Kapitalanleger sind nicht in der Lage, eigenständig äquivalente Finanzkontrakte mit den an der Börse agierenden Unternehmen abzuschließen. Insofern ist aus der Sicht eines privaten Anlegers eine Wertpapierbörse kein substituierbarer Finanzintermediär, sondern der relevante Markt.

⁵¹ Vgl. *Zell* 1977; *Bers/Springer* 1998. Allerdings stellten *Ambrose/Ehrlich/Huges/Wachter* 2000 für 21 US-amerikanische Real Estate Investment Trusts (REITs) mit Anlageschwerpunkt in Wohnimmobilien fest, dass diese im Zeitraum 1993-1996 nicht von steigenden Skalenerträgen profitieren.

⁵² Vgl. *Bitz* 2002; S. 29 f. Für eine Diskussion dieser Problematik im Kontext von Immobilien-Investmentgesellschaften vgl. *Clemens* 1999, S. 37-59.

⁵³ Vgl. *Schleef/Richter* 1999, S. 173.

Aufbau eines nach Nutzungsarten, Lage, Alter und ggf. weiteren Kriterien diversifizierten Immobilienportfolios erfordert ein Investitionsvolumen, welches das Vermögen privater Anleger regelmäßig um ein Vielfaches übersteigen wird.⁵⁴

3.5 Risikotransformation

Da Leistung und Gegenleistung bei Finanzkontrakten zu unterschiedlichen Zeitpunkten stattfinden, besteht für den Geldgeber das Risiko, dass der Geldnehmer seine Leistung nicht vertragsgemäß erfüllt. Dieses Ausfallrisiko kann mittels eines Finanzintermediärs durch nachfolgende Effekte reduziert werden:

- Risikodiversifikation
- Risikoselektion
- Intermediärhaftung

Bei Investmentfonds wird Diversifikation durch Investition in die Wertpapiere mehrerer verschiedener Emittenten bzw. in mehrere Immobilien erreicht. Deren wirtschaftliche Entwicklung und damit deren Insolvenzrisiko unterliegt unterschiedlichen Ursachen, die nicht vollständig miteinander korreliert sind. Somit vermindert sich mit zunehmender Zahl der Einzelengagements die Gefahr des Ausfalls der Zins- bzw. Dividendenzahlungen sowie der Rückzahlung des Kapitals.⁵⁵ Als Auswirkung der Informationsbedarfstransformation kann weiterhin angenommen werden, dass Investmentfonds auf Grund ihrer Spezialisierung in der Lage sind, bessere Risiken zu selektieren.⁵⁶

Weiterhin kann ein Finanzintermediär auch selbst in die Haftung eintreten, wodurch sich das Risiko entsprechend der Höhe des Eigenkapitals des Finanzintermediärs und ggf. weiterer externer Haftungsträger vermindert (Intermediärhaftung).⁵⁷ So ist beispielsweise beim normalen Einlagegeschäft die Bank direkter Vertragspartner des Geldgebers und haftet für die Verpflichtungen aus der Kapitalüberlassung in voller Höhe. Eine vergleichbare Haftung besteht bei Investmentgesellschaften in der Regel nicht, da auf Grund des Eigenkapitalcharakters der Vertragsbeziehungen das Fondskapital vollständig den Anteilseignern zuzurechnen ist.⁵⁸

⁵⁴ Vgl. *Maurer/Sebastian* 1999, S. 170.

⁵⁵ Vgl. *Spicher* 1997, S. 21 f.

⁵⁶ Vgl. allgemein für Finanzintermediäre *Krahn* 1985, S. 130.

⁵⁷ Vgl. *Bitz* 2002, S. 32 f. Für entsprechende Normen bei Versicherungsunternehmen siehe § 53c VAG, vgl. hierzu ausführlich *Schradin* 1994, S. 212-220. Zu Eigenkapitalstandards bei Banken vgl. *Meister/Vollbracht/Baum* 2000.

⁵⁸ Zu diesem Grundsatz existieren jedoch einige Ausnahmen, so insbesondere Kapitalanlagen mit nominaler Kapitalerhaltungsgarantie (durch die Betreiber der Kapitalanlagegesellschaft), die in Deutschland 2001 im Kontext der Reform der Alterssicherung eingeführt wurden. Für eine Ana-

3.6 Liquiditätstransformation

3.6.1 Relevanz der Grundsätze des bankbetriebswirtschaftlichen Liquiditätsmanagements

Banken und Immobilienfonds agieren nach der hier gewählten abstrahierenden Systematisierung⁵⁹ unter vergleichbaren Marktbedingungen. So ist auch der für Banken relevante Markt in mehrerer Hinsicht weit von einem vollkommenen Markt entfernt. Langfristige Kreditverträge stellen inhomogene Güter dar,⁶⁰ die sich vor allem hinsichtlich der Bonität der Schuldner, aber auch in Dauer der Kapitalüberlassung oder Höhe und Ausgestaltung der Zinszahlung unterscheiden können. Auch sind Kredite ebenso wie Immobilien illiquide Anlagegüter, da eine Veräußerung der Forderungen vor Fälligkeit an andere Banken grundsätzlich mit hohen Abschlägen verbunden ist. Dies gilt unabhängig von der zeitlichen Dimension des Transaktionsprozesses, d. h. auch dann, wenn eine ausreichende Frist für den Verkaufsvorgang zur Verfügung steht.⁶¹

Banken und offenen Immobilienfonds ist weiterhin gemein, dass sie sich beide sowohl an originäre Geldgeber als auch an originäre Geldnehmer direkt wenden. Banken und offene Immobilienfonds unterscheiden sich allerdings hinsichtlich der Art der Kapitalüberlassung: Die Einlagen der Bankkunden erfolgen als Fremdkapital, wogegen die der Anteilscheininhaber offener Immobilienfonds Eigenkapitalcharakter haben.

Nachfolgend sollen daher die wesentlichen Grundsätze des Liquiditätsmanagement von Banken beschrieben werden. Anschließend wird untersucht, inwiefern sich diese Erkenntnisse auf offene Immobilienfonds übertragen lassen und welche Auswirkungen der Unterschied in der Art der Kapitalüberlassung hat.

Banken erbringen Fristentransformation, indem aus den Einlagen der Kunden in Form täglich abrufbarer Sichtguthaben oder kurzfristiger Termingelder zu einem großen Teil langfristige Kredite vergeben werden, d. h. kurzfristig abrufbare Passiva stehen langfristig gebundenen Aktiva gegenüber. Durch die Fristentransformation entstehen Risiken in Form von *Zins- und Kursänderungsrisiken* sowie des so genannten *Geldanschlussrisikos*. Das Risiko zwischenzeitlicher Zins- und Kursänderungen besteht bei vereinfachter Betrachtung für Banken im Wesentlichen darin, bei Geldanschluss auf kurzfristige Einlagen höhere Zinsen zahlen zu müssen, ohne die Zinsen für langfristig vergebene Kredite erhöhen zu können.⁶² Anleger tragen hingegen weder

lyse vgl. *Maurer/Schlag* 2001, 2002; *Albrecht/Maurer* 2003. Ein weiteres Beispiel sind die von Banken angebotenen Indexanleihen mit Kapitalgarantie, vgl. *Fischer/Schuster* 2001.

⁵⁹ Vgl. Tabelle 2.1, S. 10.

⁶⁰ Sofern die Kredite nicht als börsenfähige Wertpapiere verbrieft sind. Hierzu sind auch Pfandbriefe oder Asset Backed Securities zu zählen.

⁶¹ Als mögliche Ursache der Abschläge werden asymmetrische Information bezüglich des Bonitätsrisikos sowohl gegenüber den Kreditnehmern als auch gegenüber der verkaufenden Bank genannt, vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 250, 597 f.

⁶² Zu Zinsrisiken vgl. *Albrecht/Maurer* 2002, S. 361-393.

Zins- noch Kursänderungsrisiko, sofern der vereinbarte Zeitraum dem Anlagebedarf entspricht, da der Depositenvertrag zu Ende der Laufzeit regelmäßig die Rückzahlung des Nominalbetrages vorsieht. Das Geldanschlussrisiko besteht bei Banken in der Gefahr, dass die liquiden Mittel nicht ausreichen, um die für die Auszahlungswünsche der Anleger erforderlichen Beträge bereitzustellen. Als Anhaltspunkte zum Management von Liquiditätsrisiken haben sich insbesondere vier Grundsätze als bedeutsam erwiesen: die „*Goldene Bankenregel*“, die *Bodensatztheorie*, die *Shiftability Theory* und die *Maximalbelastungstheorie*.⁶³

Nach der *Goldenen Bankenregel* sollen die Laufzeiten von Kreditgeschäften grundsätzlich nicht über denen von Einlagegeschäften liegen. Werden allerdings Einlagen ausschließlich kurzfristig vergeben, wäre bei strikter Einhaltung der Goldenen Bankenregel das laufende Bankgeschäft nur eingeschränkt möglich, Fristentransformation findet dann nicht mehr statt.

In praxi erfolgt die für Banken typische Transformation kurzfristiger Anlagen in langfristige Kredite durch mehrere, voneinander unabhängige Vorgänge. Auslaufende Anlageverträge werden oftmals wiederholt prolongiert oder können durch neu hinzukommende Anlagen substituiert werden, so dass der Bank nach der *Bodensatztheorie* auch aus ausschließlich kurzfristigen Anlagen langfristig ein gleich bleibender Sockelbetrag zur Verfügung steht.⁶⁴

Nach der *Shiftability Theory* ist im Gegensatz zur Goldenen Bankenregel nicht die formale Laufzeit der Kredite relevant, sondern der Zeitraum, in dem aus diesen wieder liquide Mittel generiert werden können. Neben der Veräußerung an andere Kreditinstitute ist auch die Möglichkeit zu berücksichtigen, fehlende Beträge kurz- oder mittelfristig am Geldmarkt auszuleihen, wobei langfristige Forderungen als Sicherheit dienen können.⁶⁵

Die *Shiftability Theory* berücksichtigt allerdings nur die Zeitdimension der Liquidität. Bei der Veräußerung fallen jedoch auch Kosten in Form von Abschlägen auf den Nominalbetrag der Kreditsumme an (Preisdimension der Liquidität). Die *Maximalbelastungstheorie* betrachtet daher den Extremfall, dass sich eine Vielzahl oder sogar alle Kunden zum gleichen Zeitpunkt entschließen, ihre Einlagen zurückzufordern (Bank Run).⁶⁶ Es ergeben sich dann Liquiditätsprobleme, wenn aus dem vorzeitigen Verkauf der Kreditforderungen der Gegenwert der Einlagen nicht kurzfristig beschafft werden kann. Nach der *Maximalbelastungstheorie* dürfen daher die Summe der Abschläge, die bei einer vorzeitigen Liquidation entstehen, das Eigenkapital nicht übersteigen. Ist diese Bedingung nicht erfüllt, bewirkt ein Bank Run, dass eine Rückzahlung des Nominalbetrages der Einlage nur an diejenigen Gläubiger möglich ist, die zuerst die Auflösung ihres Guthabens verlangen (sequential service constraint). Der Rest der Anleger

⁶³ Vgl. im Folgenden *Büschgen* 1998, S. 907-909; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 595-602.

⁶⁴ Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 6 f., S. 597 m.w.N.

⁶⁵ Vgl. *Bitz* 2002, S. 30 f.

⁶⁶ Zum Phänomen des Bank Run und dessen Ursachen vgl. *Thiel* 1996, S. 246-262; *Neuberger* 1998, S. 34-38; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 17, 256-261, 598-602 m.w.N.

verliert seine Einlage vollständig. Zur Verhinderung eines Bank Runs ist es daher bedeutsam, dass die Anleger jederzeit auf die vollständige Rückzahlung ihrer Einlage vertrauen können.⁶⁷

3.6.2 Immobilien-Investmentgesellschaften nach dem Open-End-Prinzip

Sofern eine Investmentgesellschaft in der Form eines offenen Fonds betrieben wird, werden jederzeit Anteilscheine sowohl ausgegeben als auch zurückgenommen. Da hierbei im Regelfall der anteilige Kurswert des Fondsvermögens (Inventarwert) vergütet wird, werden zwischenzeitliche *Zins- und Kursänderungsrisiken* auf den jeweiligen Anlagemärkten wie im Falle einer Direktinvestition weiterhin vom Anleger getragen.

Weiterhin sind Anteilseigner eines offenen Fonds auf einen funktionierenden Sekundärmarkt grundsätzlich nicht angewiesen, da durch laufende Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine alle Transaktionswünsche der Anleger bereits auf dem Primärmarkt abgewickelt werden können. Das *Geldanschlussrisiko*, d.h. in diesem Kontext das Risiko, bei Rückgabe von Anteilscheinen diese erneut am Primärmarkt zu platzieren, trägt somit nicht der rückgabewillige Anleger, sondern der Fonds. Hierbei ist jedoch zu präzisieren, dass dieses Risiko – im Gegensatz zum äquivalenten Fall bei Banken – nicht vom Eigenkapital des Finanzintermediärs getragen wird. Die Rücknahme des Anteilscheins erfolgt aus dem Fondsvermögen, das Risiko trägt somit die Gemeinschaft aller im Fonds verbleibender Anteilseigner. Im Folgenden soll daher genauer betrachtet werden, welche Auswirkungen sich für die Anteilseigner aus dem Geldanschlussrisiko ergeben.

Sofern die Mittel eines offenen Fonds in jederzeit liquidierbare Finanzanlagen (bspw. festverzinsliche Wertpapiere, Aktien, Sichteinlagen) investiert sind, ist eine Rücknahmegarantie grundsätzlich unproblematisch. Zum einen ist der anteilige Inventarwert jederzeit anhand der Kurse an öffentlichen Börsen feststellbar, zum anderen kann börsentäglich eine Auflösung des Sondervermögens in Höhe des Wertes des zurückgegebenen Anteils erfolgen. Im Falle von Immobilienfonds ist die Rücknahmegarantie bereits aus Stückelungsgründen problematisch. Bei Rückgabe eines Anteilscheins des Fondsvermögens wird eine Liquidierung in äquivalenter Höhe auf Grund des hohen Einzelvolumens einer Immobilieninvestition regelmäßig nicht möglich sein. Weiterhin bestehen längere Transaktionszeiten bzw. eine kurzfristige Veräußerung kann nur mit einem wesentlichen Preisabschlag erfolgen. Neben diesen impliziten Kosten sind bei Immobilien die expliziten Kosten von erheblicher Bedeutung, womit – ebenso wie bei Banken – ein Verkauf der Anlagen auf Grund von Liquiditätsschwankungen vermieden werden muss. Da insofern bei Banken und offenen Immobilienfonds ähnliche Konstellationen vorliegen, soll die Übertragbarkeit der Grundsätze aus der Bankentheorie zum Management von Liquiditätsrisiken auf die Problematik offener Immobilienfonds überprüft werden.

Bei Immobilienfonds kann die Verpflichtung zur jederzeitigen Rücknahme der Anteilscheine zu erheblichen Liquiditätsrisiken führen. Auf Grund des Gegensatzes von kurzfristig zu liquidieren-

⁶⁷ Vgl. *Greenbaum/Thakor* 1995, S. 453; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 250 f.

den Anteilscheinen und illiquidem Anlagevermögen wird in der Literatur gelegentlich die Ansicht vertreten, dass offene Fonds grundsätzlich keine geeignete Konstruktion für Immobilien-Investmentgesellschaften seien.⁶⁸ Diese Argumentation entspricht den Beschränkungen der *Goldenen Bankenregel*.

Grundsätzlich können Anteile nur in dem Umfang zurückgenommen werden, in dem gleichzeitig neue ausgegeben werden. Eine vollständige Transformation der illiquiden Immobilienanlage ist demnach auf Effekte nach der *Bodensatztheorie* beschränkt. Jeder darüber hinausgehende Umsatz verursacht Stückelungs-, Fristen und Kostenprobleme. Für die nachfolgende Betrachtung soll explizit angemerkt werden, dass diese Problematik nur dadurch gelöst werden kann, dass von der Vollständigkeit der Transformation abgewichen wird. Diese notwendigen Abweichungen sollen nachfolgend anhand der möglichen Maßnahmen dargestellt werden.

Erste Lösungsansätze ergeben sich aus der Tatsache, dass ein Immobilienfonds – wiederum analog zu Banken – in jedem Fall gezwungen sein wird, einen Anteil des Vermögens in liquiden oder geldnahen Anlagen zu halten.⁶⁹ Zufließende Einnahmen in Form von Mieten können ebenso wie neu hinzukommende Einlagen erst ab einer bestimmten Höhe wieder in Immobilien angelegt werden. Weiterhin ist zur Begleichung laufender Kosten Kassenhaltung notwendig. Auch wird, wenn zur Erfüllung von Transaktionswünschen Immobilien erworben oder verkauft werden, der hierdurch ausgelöste Zahlungsstrom nicht identisch mit dem Nettozu- oder -abfluss sein. Diese Stückelungsprobleme können somit nur durch einen Anteil an liquiden Mitteln vollständig gelöst werden. Insbesondere der Nettoabfluss von Einlagen ist mit hohen zufälligen Schwankungen belastet. Die Gefahr von Liquiditätsengpässen auf Grund der Rücknahmeverpflichtung sinkt mit steigendem Liquiditätsanteil. Ist zusätzlich die Aufnahme von Krediten möglich, kann dieser Liquiditätsspielraum weiter erhöht werden.

Somit können durch einen Liquiditätsanteil in Form von Kassenhaltung oder Kreditaufnahme simultan Stückelungs-, Fristen- und Kostenprobleme gelöst werden. Allerdings wird in Höhe des Liquiditätsanteils keine Fristentransformation erbracht. Auch weist die Anlagegesellschaft mit zunehmendem Liquiditätsanteil in geringerem Maße die Charakteristika einer Immobilien-Investmentgesellschaft auf, da die Zahlungsströme anteilig durch geldnahe Anlagen bestimmt werden.⁷⁰

Effekte aus Bodensatz und Liquiditätsanteil haben keine negativen Auswirkungen auf die Liquidität eines Anteilscheins, d. h. auf Kosten und Fristen der Transaktion. Weitere Maßnahmen

⁶⁸ Vgl. *Rosenberg/Sack* 1975.

⁶⁹ Zum Zusammenhang zwischen Geldnähe und Liquidität einer Anlage vgl. *Thiel* 1996, S. 223-229.

⁷⁰ Vgl. *Maurer/Stephan* 1995, S. 491-493. Durch eine Komplementärinvestition auf der Ebene des Anlegers in Form von Kreditaufnahme (bzw. Geldanlage bei Fremdkapitalanteil des Fonds) kann dieser Effekt jedoch gemildert werden. Mangelnde Kongruenz der Zinsen und deren Entwicklung in der Zeit induzieren jedoch weitere Risiken.

müssen zwangsläufig an diesen beiden wesentlichen Dimensionen der Liquidität (Preis und Zeit) ansetzen, d.h. Kosten und Fristen einer Transaktion des Anteilscheins selbst erhöhen. Die Transformationsleistung des Fonds bemisst sich dann danach, inwieweit diese Kosten bzw. Fristen noch niedriger sind als Erwerbsnebenkosten bzw. die Verkaufszeit beim Direkterwerb von Immobilien.

Analog zur *Shiftability Theory* muss zum geordneten Verkauf der Aktiva eines Immobilienfonds eine ausreichend lange Frist sichergestellt sein. Ein Bank Run kann bereits durch einen Verstoß gegen die Beschränkungen nach der *Shiftability Theory* verursacht werden, wie nachfolgend für offene Immobilienfonds erläutert werden soll.

Im Gegenteil zur Bankeneinlage wird bei offenen Immobilienfonds die Rückzahlung der Investitionssumme nicht in Höhe des Nominalbetrages garantiert, sondern nur der anteilige Inventarwert. Hierin kommt der Eigenkapitalcharakter der Geldüberlassung zum Ausdruck. Dieser Inventarwert wird regelmäßig unter der Annahme gewöhnlicher Verkaufsbedingungen ermittelt.⁷¹ Führt nun eine anhaltende Rückgabe von Anteilscheinen zu erhöhtem Liquiditätsbedarf, ist der Fonds gezwungen, zumindest eine Liegenschaft kurzfristig zu verkaufen, sofern er der Garantie der jederzeitigen Rücknahme nachkommen will. Auf Grund der Illiquidität von Immobilien ist bei sofortigem Verkaufswunsch (Zeitdimension) ein substanzieller Abschlag vom Inventarwert hinzunehmen (Preisdimension). Dadurch sinkt bei jedem Verkauf unter Zeitdruck ad hoc der Inventarwert und damit der Betrag, der bei der Rücknahme von Anteilscheinen zu Grunde gelegt wird. Bei anhaltendem Kapitalabfluss wiederholt sich dieser Effekt mit jedem Verkauf einer Immobilie, bis schlussendlich kein Kapital mehr vorhanden ist. Zuletzt zurückgegebene Anteilscheine sind damit wertlos. Auch für den Inhaber des Anteilscheins eines offenen Immobilienfonds ist es damit vorteilhaft, frühestmöglich die Rücknahme zu verlangen. Um ein dem Bank Run vergleichbares Phänomen bei Immobilienfonds zu verhindern, ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Anleger auf die Rückzahlung vertrauen können.⁷²

Folglich ist nur bei oberflächlicher Betrachtung eine jederzeitige Rücknahmegarantie ein Vorteil für die Anleger. Die Übernahme des Geldanschlussrisikos aus der Fristentransformation durch einen offenen Immobilienfonds ist vielmehr auch mit erheblichen Risiken verbunden. Als Ergebnis des Open-End-Prinzips droht potenziell der Gesamtverlust der Einlage.

Als Maßnahme zur Vermeidung von Liquiditätsschwierigkeiten bietet sich an, die Rückgabe der Einzahlungen nur unter Einhaltung einer festen Kündigungsfrist zu gewähren, die ausreichend lang ist, um der Fondsleitung stets die geordnete Liquidierung einer Liegenschaft zu ermöglichen. In Bezug auf die zeitliche Dimension erbringt die Anlagegesellschaft dann keine Liquiditätstransformation. Ist die Kündigungsfrist auf Grund eines Sicherheitszuschlags höher als eine

⁷¹ Zur Bestimmung des Verkaufswertes unter Zeitdruck (Forced Sale Value) vgl. *Thomas* 1995, S. 36; *Thomas* 1997, S. 266-268.

⁷² Vgl. *Berry et al.* 1999, S. 440.

typische Verkaufszeit im Falle einer Direktanlage, so kann die Transformation durch einen offenen Immobilienfonds sogar zu einer Erhöhung der Transaktionsfristen relativ zu einer Direktanlage führen.

Eine flexiblere Lösung besteht in der Option einer Verzögerung der Rückzahlung. Wird dem Fonds die Möglichkeit eingeräumt, die Rückzahlung der Anteilscheine auszusetzen, sobald die Effekte aus dem Bodensatz ausgeschöpft sind bzw. ein bestimmter Anteil liquider Mittel am Anlagevermögen unterschritten wird, so ist der geordnete Verkauf weiterer illiquider Aktiva möglich, ohne durch kurzfristige Veräußerungen hohe Abschläge akzeptieren zu müssen. Zwar besteht auch hier im Falle anhaltender Rückgabewünsche für diejenigen Anteilseigner, die nach dem Abfluss der verfügbaren Liquidität die Rücknahme verlangen, der Nachteil einer zeitlichen Verzögerung. Hierdurch ergibt sich ein gewisser Anreiz, die Rücknahme des Anteilscheins so früh wie möglich zu verlangen. Dieser Anreiz ist zum einen jedoch deutlich geringer als im Falle eines drohenden Verlustes der gesamten Einlage. Zum anderen ist der Effekt einmalig: Verlangen alle Anleger zum gleichen Moment die Auszahlung, so ist nach Abfluss der liquiden Mittel die Verzögerung für alle verbleibenden Anteilseigner gleich (sofern die Veräußerungsfrist für alle Immobilien identisch ist). Der Vorteil der zuerst indossierenden Anleger reduziert sich damit auf einen kurz- bis mittelfristigen Zeitgewinn.

Zusammenfassend führt die Berücksichtigung der *Shiftability Theory* zu einer Angleichung der Transaktionsfristen der Anteilscheine an die geschätzten Verkaufszeiten der Immobilien. Durch feste oder bedarfsorientierte Rückzahlungsfristen kann die Gefahr eines Bank Runs effektiv vermindert und dennoch Liquiditätstransformation betrieben werden, wenngleich in vermindertem Umfang. Die Möglichkeit der Aussetzung der Rückzahlung hat gegenüber festen Kündigungsfristen den Vorteil, dass die Effekte aus Bodensatz und Liquiditätsanteil in vollem Umfang erhalten bleiben.

Die *Shiftability Theory* berücksichtigt nur die Zeitdimension einer möglichen Illiquidität. Dies ist dann nicht ausreichend, wenn nicht nur implizite, sondern auch explizite Transaktionskosten entstehen. Der Grundsatz der *Maximalbelastungstheorie* ist für offene Immobilienfonds zwar nicht direkt anwendbar, da auf Grund des Eigenkapitalcharakters der Einlagen kein zusätzliches Eigenkapital zu Haftungszwecken zur Verfügung steht. Das der Maximalbelastungstheorie zu Grunde liegende Prinzip der Berücksichtigung nicht nur der Fristen-, sondern auch der Preisdimension der Illiquidität ist auch bei offenen Immobilienfonds in entsprechend modifizierter Form zu beachten.

Bei der Betrachtung der Liquiditätstransformation von Banken wurde ausgeführt, dass die Abtretung von Kreditforderungen mit hohen Transaktionskosten in Form von Abschlägen verbunden ist und daher ein Verkauf vor Fälligkeit grundsätzlich vermieden werden sollte. Eine Immobilienanlage hat keine vergleichbar explizit begrenzte Anlagedauer. Der Verkauf eines Objektes und die anschließende Neuanlage in Immobilien können trotz der hohen damit verbundenen

Kosten unter Renditegesichtspunkten dennoch angezeigt sein.⁷³ Verkäufe, die allein aus Schwankungen des Anlagevolumens resultieren, sollten hingegen vermieden werden.

Zu- und Abflüsse des Fondsvolumens sind auf verschiedene Motive der privaten Anleger zurückzuführen und unter dem Gesichtspunkt eines konstanten Anlagevolumens in unterschiedlichem Maße problematisch. Desinvestitionen auf Grund von Konsumwünschen treten in der Regel zeitlich verteilt auf, so dass diese immer nur zu der Rückforderung eines kleinen Teils der Einlagen führen wird. Werden aber auf Grund von Zinserhöhungen andere Anlagen attraktiver, so kann es für alle Anteilseigner kurzfristig vorteilhaft sein, die Anteilscheine zurückzugeben, um geldnahe Anlagen zu erwerben.⁷⁴ Der Fonds müsste in diesem Fall vollständig liquidiert werden. Erfolgt anschließend eine Zinssenkung, ist es für Investoren wieder rentabler, Anteile an Immobilienfonds zu halten. Eine Reinvestition im ursprünglichen Umfang ist auf Grund der Erwerbsnebenkosten nur dann möglich, wenn die kurzfristigen Renditedifferenzen höher sind als die Transaktionskosten. Dies wird in der Regel jedoch nicht zutreffen.

Es müssen somit Mechanismen gefunden werden, die eine kurzfristige Anlage in Immobilienfonds für die Anleger unattraktiv machen. Dies kann insbesondere dadurch erreicht werden, dass auch dem Anleger bei Kauf bzw. Verkauf des Anteilscheins Kosten entstehen. Dahingehende Maßnahmen sind nach dem Prinzip der Transaktionskostengerechtigkeit zu überprüfen. Dieses beinhaltet, dass sowohl bei Anlage als auch bei Desinvestition jeder Anleger mit den Kosten belastet wird, die aus seinen Transaktionswünschen resultieren. Hierzu sind zunächst die Kosten danach zu differenzieren, ob sie aus dem Verkauf bzw. Vertrieb des Anteilscheins selbst oder einer notwendigen Veräußerung der zu Grunde liegenden Anlagen resultieren.

Die durch Rückgabe von Anteilscheinen induzierten Immobilienverkäufe verursachen (explizite) Transaktionskosten. Gleiches gilt für den durch Ausgabe neuer Anteilscheine ausgelösten Kauf von Liegenschaften. Sofern die durch Zu- und Abflüsse verursachten Kosten nicht den hinzukommenden bzw. ausscheidenden Anlegern belastet werden, erleiden die im Fonds verbleibenden passiven Anleger Renditenachteile.⁷⁵ Gleichermäßen verursacht auch die Ausgabe und Rücknahme des Anteilscheins selbst Kosten durch Vertrieb und Verwaltung. Auch hier ist eine verursachungsgerechte Übertragung auf die Anleger mit Transaktionswünschen zu fordern.

⁷³ Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn auf Grund eines besonderen Interesses des Käufers ein Preis über dem Marktwert zzgl. der Transaktionskosten erzielt werden kann oder wenn auf anderen Märkten höhere Renditen erwartet werden, die langfristig die Transaktionskosten überkompensieren.

⁷⁴ Vgl. *Lohr* 1992; *Schlag* 1995, S. 127; *Groffmann* 1996.

⁷⁵ Vgl. *Groffmann* 1996.

Der Ausgabe- bzw. Rücknahmepreis eines Anteilscheins bemisst sich demnach theoretisch wie folgt:⁷⁶

Abbildung 3.1 Theoretische Bestimmung des Ausgabe- und Rückgabepreises des Anteilscheins eines offenen Fonds

I.		Anteiliges Fondsvermögen
II.	./.	anteilige Schulden des Fonds
III.	=	anteiliger Inventarwert
IV.	+	durch Mittelveränderungen verursachte anteilige Transaktionskosten
V.	+	Kosten aus der Transaktion des Anteilscheins (Vertriebskosten bzw. Rücknahmekosten)
VI.	=	Ausgabe- bzw. Rücknahmepreis des Anteilscheins

Bei Ausgabe des Anteilscheins sind demnach in Höhe der Summe der Positionen IV und V Aufschläge zu erheben bzw. entsprechend bei der Rücknahme Abschläge einzubehalten. Nach dem Prinzip der Transaktionskostengerechtigkeit müssen die aus der Umschichtung des Fondsvermögens entstehenden Kosten (Position IV) dem Fondsvermögen zufließen. So ist auch eine geringe durchschnittliche Anlagedauer für verbleibende (passive) Anleger ohne Nachteile. Nur die Kosten der Transaktion des Anteilscheins selbst (Position V) dürfen zur Deckung der Kosten des Vertriebs bzw. der Verwaltung des Rücknahmeprozesses verwendet werden. Regelmäßig werden die Vertriebskosten höher sein, so dass Ausgabe- und Rücknahmepreis voneinander differieren können.

Der Effekt nach der Bodensatztheorie erschwert ebenso wie ein Liquiditätsanteil die verursachungsgerechte Zuweisung der Kosten aus Umschichtungen des Fondsvermögens (Position IV), da im Normalfall den Rückgaben die Ausgabe neuer Anteile entgegen steht, womit bereits ein Teil der Rückgabewünsche befriedigt werden kann.⁷⁷ Somit fallen Kosten aus Veränderungen des Anlagevermögens nur noch in Höhe des Nettozu- bzw. -abflusses an.

⁷⁶ Mangels vergleichbarer Transaktionspreise ist die Berechnung des Wertes des Immobilienfondsvermögens selbst nur näherungsweise möglich. Für eine Darstellung der Bewertungsverfahren vgl. *Maurer/Sebastian* 1995; *Maurer* 1996, S. 87-108; *Adair et al* 1996. Für Auswirkungen im Kontext offener Immobilienfonds vgl. *Helmer* 103-116; 140f-144.

⁷⁷ Vgl. *Schleef/Richter* 1999.

Eine Möglichkeit der Kostenumlage besteht in der pauschalen Bemessung. Auf Grund der Effekte nach der Bodensatztheorie und der Pufferwirkung des Liquiditätsanteils kann der Ausgabeaufschlag bzw. Rücknahmeabschlag geringer ausfallen als die bei der Transaktion einer direkten Anlage in Immobilien entstehenden Kosten, so dass der Fonds auch hinsichtlich der Preisdimension der Liquidität eine Transformationsleistung erbringt.⁷⁸

Weiterhin kann durch die Etablierung eines Zweitmarktes versucht werden, die Effekte nach der Bodensatztheorie zu separieren.⁷⁹ Die Attraktivität eines Verkaufs am Sekundärmarkt bemisst sich in den Vorteilen relativ zu einer Rückgabe an den Fonds. Diese können sowohl in geringeren Transaktionszeiten als auch geringeren Transaktionskosten liegen. Durch Arbitragemöglichkeiten am Primärmarkt sind diese jedoch der Höhe nach begrenzt. Der Preis auf dem Sekundärmarkt muss sich daher zwischen dem (höheren) Ausgabe- und dem (niedrigeren) Rücknahmepreis bewegen. Eine Transaktion auf dem Primärmarkt wäre demnach vergleichsweise unattraktiv.

Die Konstruktion eines Immobilienfonds nach dem Open-End-Prinzip ist somit grundsätzlich möglich. Zwar entstehen aus der Liquiditätstransformation erhebliche Geldanschlussrisiken, die ein dem Bank Run ähnliches Phänomen bewirken können. Es existieren mehrere Maßnahmen, durch die dieses Risiko reduziert werden kann. Einige dieser Maßnahmen grenzen wiederum das Ausmaß der möglichen Liquiditätstransformation ein. Es ist jedoch weiterhin eine signifikante Reduzierung von Transaktionskosten und -fristen möglich. Nachfolgende Tabelle stellt die verschiedenen Effekte nochmals zusammenfassend dar.

⁷⁸ Weiterhin ist eine Differenzierung der Höhe des (pauschalen) Rücknahmeabschlags nach der Dauer der Anlage denkbar. Dies kann zum einen durch die Festsetzung einer Mindestanlagedauer erreicht werden. Eine vorzeitige Kündigung kann entweder nicht möglich oder mit höheren Abschlägen vom anteiligen Inventarwert verbunden sein. So verlangen einige US-amerikanische Wertpapierfonds eine Rückgabegebühr, wenn die Fondsanteile weniger als 60 Tage gehalten werden. Zweck ist auch hier, eine kurzfristige Anlage für Investoren unattraktiv zu machen, um Transaktionskosten zu vermeiden, vgl. *Sharpe/Alexander/Bailey* 1995, S. 784.

⁷⁹ Vgl. zur Notierung offener Immobilienfonds an geregelten Wertpapiermärkten *Schlag* 1995, S. 214-219.

Tabelle 3.3: Maßnahmen bei offenen Immobilienfonds zur Verminderung des Geldanschlussrisikos aus der Liquiditätstransformation

	Maßnahme	Auswirkungen auf das Ausmaß der Liquiditätstransformation (LT)	negative Auswirkungen auf die Liquidität des Anteilscheins
Bodensatztheorie	-	Vollkommene LT möglich	keine
Liquiditätsanteil	Anteilige Investition des Fondsvermögens in liquide Mittel	in Höhe des Liquiditätsanteils erfolgt keine LT	keine
Shiftability Theory	Feste oder variable Kündigungsfristen	geringere LT entsprechend der Dauer der Kündigungsfrist	höhere Transaktionszeiten
Transaktionskosten-gerechtigkeit	Ausgabeaufschläge und Rücknahmeabschläge	geringere LT entsprechend der Höhe der Auf- bzw. Abschläge	höhere Transaktionskosten

3.6.3 Wertpapier-Investmentgesellschaften nach dem Open-End-Prinzip

Börsennotierte Wertpapiere dominierender Emittenten können jederzeit zu geringen Kosten veräußert werden. Somit ist für diese Anlagen aus Sicht eines Privatanlegers eine Fristen- oder Liquiditätstransformation in der Regel nicht erforderlich.⁸⁰ Da die Struktur der Anlagen somit sogar die maximalen Restriktionen der Goldenen Bankenregel erfüllt, ergeben sich keine Liquiditätsrisiken.

Allerdings ist auch für Wertpapierfonds zu fordern, dass der Anleger die durch Ausgabe und Rücknahme seines Anteilscheins verursachten Kosten der Umschichtung des Anlagevermögens des Fonds trägt, um Renditenachteile für die im Fonds verbleibenden passiven Anleger zu vermeiden.⁸¹ Im Vergleich zu Immobilientransaktionen sind die durch Umschichtung des Wertpapier-Anlagevermögens entstehenden (expliziten) Kosten gering. Ausgabe und Rücknahme des Anteilscheins selbst verursachen jedoch Verwaltungs- und Vertriebskosten. Auch hier ist eine verursachungsgerechte Übertragung auf die Anleger mit Transaktionswünschen in der Form von Ausgabeauf- und Rückgabeabschlägen zu fordern.⁸² Sofern diese geringer sind als die bei einem

⁸⁰ Der Absatz des für einen privaten Anleger üblichen Investitionsvolumens wird in der Regel auch in weniger liquiden Segmenten sofort möglich sein. *Schleef/Richter* 1999, S. 174 weisen darauf hin, dass eine Anlage auch in nicht börsennotierte Forderungen möglich ist und sehen insofern auch die Fristentransformation als eine Aufgabe von Wertpapierfonds an.

⁸¹ Vgl. *Groffmann* 1996.

⁸² Vertriebs- und Verwaltungskosten aus der Transaktion der Anteilscheine selbst können reduziert werden, wenn die Möglichkeit des Verkaufes auf einem Sekundärmarkt zu geringeren Kosten besteht. Der Sekundärmarkt kann alternativ zur Ausgabe und Rücknahme durch die Fondsgesellschaft bestehen. Die Attraktivität einer Transaktion am Sekundärmarkt bemisst sich dann in Kosten- und sonstigen Vorteilen. In Luxemburg können offene Wertpapierfonds auch an der Börse notiert werden, vgl. *Müller* 2001, S. 160 f.

Direkterwerb anfallenden Kosten, kann auch bei Wertpapierfonds Liquiditätstransformation stattfinden. In der Praxis übersteigen die Ausgabeaufschläge allerdings die Transaktionskosten auf dem Wertpapiermarkt um ein Vielfaches, so dass im Ergebnis keine Erhöhung, sondern eine Reduzierung der Liquidität erfolgt. Insofern kann die Transformationsleistung von Wertpapierfonds bezüglich der Liquidität auch negativ sein.

3.6.4 Investmentgesellschaften nach dem Closed-End-Prinzip

Im Gegensatz zu offenen Fondskonstruktionen ist bei Gesellschaften nach dem Closed-End-Prinzip dem Fonds das Kapital auf Dauer überlassen. Der Investor kann sein Engagement nur auflösen, wenn er einen neuen Abnehmer findet, der in seinen Finanzkontrakt eintritt. Das Geldanschlussrisiko, d. h. das Risiko, auf dem Sekundärmarkt keinen Käufer zu finden, liegt somit ausschließlich beim Anleger. Folglich ist der Inhaber eines geschlossenen Fonds im Veräußerungsfall auf die Funktionsfähigkeit des Sekundärmarktes angewiesen.

Handelt es sich um einen börsennotierten geschlossenen Wertpapierfonds, so werden zwischen Geldgeber und Geldnehmer in drei Phasen Finanzintermediäre tätig. Originäre Kapitalnehmer emittieren zunächst Finanzkontrakte an einer Wertpapierbörse. Diese transformiert Informationsbedarf, Losgröße, Fristen und in gewissem Umfang auch Risiko. Geschlossene Wertpapierfonds erwerben diese transformierten Kontrakte und erbringen weitere Leistungen in Bezug auf Informationsbedarf und Risiko (Selektion und Diversifikation). Losgrößen- und Fristentransformation der Fondsanteile werden abschließend wiederum einer Wertpapierbörse übertragen. Analog betreibt ein geschlossener Immobilienfonds im Wesentlichen nur Informationsbedarf- und ggf. Risikotransformation. Losgrößen- und Liquiditätstransformation werden ebenfalls durch einen zusätzlichen Finanzintermediär in Form der Notierung der Anteilscheine an einem geregelten Kapitalmarkt erreicht.

Die Transformationsleistung des Fonds hinsichtlich der Anlagefristen ist jedoch nicht nur danach zu beurteilen, ob dem Inhaber eines Anteilscheins auf Grund der vertraglichen Ausgestaltung zu einem beliebigen Zeitpunkt das Recht auf Desinvestition am Sekundärmarkt eingeräumt ist. Vielmehr sind die aus der Liquiditätstransformation entstehenden Risiken zu berücksichtigen. Diese lassen sich auch hier in Kursänderungs- und Geldanschlussrisiko differenzieren.

Risiken durch zwischenzeitliche Kursschwankungen der Wertpapiere bzw. Preisveränderungen bei Immobilien werden auch bei geschlossenen Fonds grundsätzlich vom Anleger getragen. Das Geldanschlussrisiko besteht für den Anleger eines geschlossenen Fonds darin, nach Ablauf der gewünschten Dauer der Kapitalüberlassung keinen Käufer für den Anteilschein zu finden. Sofern vom Anteilseigner keine weiteren Einzahlungen zu leisten sind, wird es immer einen nicht-negativen Preis geben, zu dem ein Käufer gefunden werden kann.⁸³ Das aus der Transformation entstehende Risiko ist also vielmehr darin zu sehen, zum Zeitpunkt der gewünschten Veräuße-

⁸³ Vgl. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 2000, S. 7 f., 16 f.

nung nicht den Preis zu erzielen, der dem tatsächlichen Wert des Anteilscheins entspricht. Dieser Wert bemisst sich grundsätzlich nach dem anteiligen Inventarwert.⁸⁴

Werden die Anteile an informationseffizienten Märkten gehandelt, ergibt sich nach der fundamentalanalytischen Kursbildungstheorie unter No-Arbitrage-Bedingungen genau dieser Wert als Preis bzw. Börsenkurs.⁸⁵ Unter diesen idealtypischen Bedingungen existiert demnach kein Geldanschlussrisiko aus der Liquiditätstransformation. Ist der Markt jedoch nicht perfekt, so trägt der Anteilscheininhaber das Risiko, keinen Käufer zu einem dem anteiligen Inventarwert entsprechenden Preis zu finden und somit einen Abschlag hinnehmen zu müssen. Grundsätzlich besteht aber auch die Möglichkeit eines Verkaufs zu einem Preis, der einen Aufschlag aufweist. Aus einer Fondskonstruktion nach dem Closed-End-Prinzip resultiert somit ein zusätzliches Risiko zu dem der Direktanlage, prinzipiell aber auch eine zusätzliche Chance. Der Erwerb bzw. Verkauf eines Anteilscheins an einem geschlossenen Fonds kann also allein durch erwartete Veränderungen im Auf- bzw. Abschlag motiviert sein. Die zur Erwartungsbildung notwendige Information muss der Anleger allerdings selbst beschaffen.

Das Risiko ist davon abhängig, inwiefern der real existierende Sekundärmarkt von dem Ideal eines perfekten Marktes abweicht. Eine effiziente Bewertung wird nicht bereits durch die Notierung an der Börse erreicht. Auch der Anteilschein selbst muss die Charakteristika eines liquiden Wertpapiers aufweisen. Hier sind vor allem Marktkapitalisierung, Informationstransparenz, Anteil des Streubesitzes und Transaktionsvolumen zu nennen.⁸⁶

Die Mehrzahl der börsennotierten geschlossenen Wertpapierfonds wird bei Auflegung zunächst mit einem Aufschlag auf den Inventarwert emittiert, mit zunehmender Laufzeit aber regelmäßig mit einem Abschlag gehandelt.⁸⁷ Dies gilt auch bei großen US-amerikanischen Wertpapierfonds, obwohl für diese Marktgegebenheiten vorliegen, die für eine hohe Kapitalmarkteffizienz sprechen.⁸⁸ Auch für börsennotierte geschlossene Immobilienfonds zeigt ein Vergleich des Börsenwertes und des ausgewiesenen Inventarwertes, dass diese zumeist mit einem Abschlag an der Börse notieren.⁸⁹ Kurzfristig lassen sich zwar sowohl für Wertpapier- als auch für Immobilien-

⁸⁴ Abzüglich der beim Verkauf des Anteilscheins am Wertpapiermarkt entstehenden Kosten, die im Folgenden vernachlässigt werden sollen.

⁸⁵ Vgl. *Friedman* 1953.

⁸⁶ Die genannten Größen sind in der Praxis gebräuchliche Messzahlen zur Liquidität eines Marktsegmentes. Im eigentlichen Sinne handelt es sich jedoch um Faktoren der Marktliquidität, vgl. *Oesterhelweg/Schiereck* 1993. Wenig gehandelte Anteilscheine kleinerer Fonds sind somit regelmäßig nicht liquide, vgl. für Immobilienfonds *McAllister* 2000, S. 30. Insofern sind Auswirkungen der häufig vorgeschlagenen Börsennotierung deutscher geschlossener Immobilienfonds auf die Liquidität der Anteilscheine begrenzt, vgl. hierzu *Schlag* 1995; *Helmer* 1997; *Clemens* 1999; *Väth* 1999.

⁸⁷ Vgl. *Sharpe/Alexander/Bailey* 1995, S. 780 f., 813 f.

⁸⁸ Vgl. *Biermann/Swaminathan* 2000.

⁸⁹ Für geschlossene Immobilienfonds vgl. *Adams/Venmore-Rowland* 1989, S. 129 f.; für eine empirische Untersuchung vgl. *Barkham/Geltner* 1995, S. 28; *Matysiak/Brown* 1997, 65-75.

fonds Kurse beobachten, die einen Aufschlag auf den Inventarwert aufweisen, Abschläge zwischen 10 % und 20 % stellen aber die Norm dar.⁹⁰ Insofern ist insbesondere die Motivation von Erstkäufern schwer zu erklären, da diese mit hoher Wahrscheinlichkeit einen Verlust hinnehmen müssen.

Dieses so genannte *discount paradoxon* oder auch *closed end fund puzzle* lässt sich unter üblichen kapitalmarkttheoretischen Annahmen nicht allein mit Transaktionskosten erklären. Wertpapiere oder Immobilien, welche in einem diversifizierten Portfolio eines geschlossenen Fonds gehalten werden, weisen anscheinend nach der Einschätzung der Marktteilnehmer eine geringere Wertigkeit auf als die äquivalente Direktanlage.⁹¹ Dies widerspricht der Intuition eines positiven Zusatzwertes durch ein professionelles Management und durch Diversifikation des Portfolios.

Grundsätzlich lassen sich in der Literatur zwei Ansätze zur Erklärung des Discount-Paradoxons unterscheiden. Nach dem so genannten *rational approach* wird versucht, Bewertungsdivergenzen auf Grund firmenspezifischer Aspekte, wie der Qualität des Managements, zu zahlender Steuern oder der im Fondsvermögen gehaltenen Anlagen, zu bestimmen. Auch Arbitragekosten bzw. mangelnder Liquidität wird in verschiedenen Arbeiten ein Einfluss auf Abweichungen vom Inventarwert nachgewiesen.⁹² „Rational“ in diesem Zusammenhang bezieht sich nicht auf die Annahme, dass Individuen rational handeln, sondern bedeutet vielmehr, dass Marktteilnehmer nicht von subjektiven Faktoren beeinflusst werden. Es werden daher weder Risikoneigung noch andere Präferenzen in diesen Arbeiten berücksichtigt.⁹³

Diese Erklärungsansätze können aber die Ausmaße der Bewertungsdivergenzen nicht vollständig erklären. Insbesondere können dadurch die zum Teil erheblichen Veränderungen der Bewertungsdivergenzen über die Zeit nicht erfasst werden.⁹⁴ Andere Arbeiten lassen subjektive Faktoren ausdrücklich zu. Dieser zweite Ansatz wird auf *Shiller* (1989), *De Long/Shleifer/Summers/Waldmann* (1990) und *Shleifer/Vishny* (1990) zurückgeführt. *Lee/Shleifer/Thaler* (1991) haben diesen erstmals auf geschlossene Fonds übertragen.⁹⁵ Sie gehen davon aus, dass die Kurse wesentlich von subjektiven Faktoren und in besonderem Maße von der Markteinschätzung uninformatierter Marktteilnehmer beeinflusst werden. Auf- bzw. Abschläge entstehen nach diesem Ansatz, weil die Investoren nicht den Inventarwert als Entscheidungsbasis für den Kauf und Verkauf von Fondsanteilen heranziehen. Sie treffen ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen

⁹⁰ Vgl. *Lee/Shleifer/Thaler* 1991, S. 75.

⁹¹ Für eine Darstellung der Problematik der fairen Immobilienwertbestimmung vgl. bspw. *Crosby* 1996; *Dobson/Goddard* 1992; *Brown/Matysiak/Shepherd* 1998.

⁹² Vgl. *Pontiff* 1996, S. 1137-1140, 1150.

⁹³ Vgl. *Lee/Shleifer/Thaler* 1991; *Brickley/Manaster/Schallheim* 1991; *Malkiel* 1995; *Clayton/McKinnon* 2000. Für eine Darstellung der Einflussfaktoren für Bewertungsdifferenzen bei Immobilienfonds vgl. *Adams/Venmore-Rowland* 1989, S. 127-142.

⁹⁴ Vgl. *Richards/Fraser/Groth* 1979, 1982; *Barkham/Ward* 1999, S. 292.

⁹⁵ Vgl. *Lee/Shleifer/Thaler* 1991.

vielmehr auf Grund ihrer subjektiven Einstellung zu bestimmten Branchen oder dem Gesamtmarkt, ohne firmenspezifische Faktoren mit in ihr Entscheidungskalkül einzubeziehen.

Die genannten Erklärungsansätze liefern gleichzeitig auch Anhaltspunkte für die Ausgestaltung eines geschlossenen Fonds, um Abweichungen vom Inventarwert zu reduzieren. Zunächst kann durch Veröffentlichung detaillierter Angaben zum Fondsvermögen die Informationseffizienz erhöht werden. Um steuerliche Ursachen zu reduzieren, schlagen *Bierman/Swaminathan* (2000) die Festlegung von Zeitpunkten zur Ausschüttung von akkumulierten Gewinnen vor. Weiterhin begrenzt eine bedingte Rückgabemöglichkeit in Form einer begrenzten Laufzeit, entweder des Fonds an sich oder des Anteilscheins, das Ausmaß der Abweichungen vom Inventarwert.⁹⁶

Letztlich ist aber auch das Konzept eines geschlossenen Fonds an sich in Frage zu stellen. Für liquide Anlagen wie Aktien oder Renten dominierender Emittenten hat eine Anlage in einen geschlossenen Fonds keine erkennbaren Vorteile gegenüber einem offenen Fonds.⁹⁷ Mit geschlossenen Wertpapierfonds sind zusätzliche Risiken verbunden, für deren Beurteilung der Anleger eigenständig Informationen beschaffen und verarbeiten muss. Ein durchschnittlicher Privatanleger wird hierzu in der Regel nicht in der Lage sein und auf Grund des geringeren Informationsbedarfs Fondskonstruktionen nach dem Open-End-Prinzip präferieren.

Sinnvoll erweist sich das Closed-End-Prinzip hingegen für illiquide Anlagen⁹⁸ wie insbesondere Immobilien.⁹⁹ Auch in diesem Fall müssen zwar zusätzlich Chancen und Risiken einer Veränderung der Abweichungen vom Inventarwert beurteilt werden, dafür fallen aber die oben diskutierten Risiken aus der Liquiditätstransformation bei einer Konstruktion nach dem Open-End-Prinzip weg. Im Gegensatz zu geschlossenen Wertpapierfonds ist daher für Immobilienfonds keine grundsätzliche Beurteilung möglich, ob das Open-End-Prinzip in größerem Maße für private Anleger geeignet ist als das Closed-End-Prinzip.

⁹⁶ Für die Auswirkungen der Umwandlung geschlossener in offene Fonds auf den Abschlag zum Inventarwert vgl. *Brauer* 1984.

⁹⁷ In Deutschland sind geschlossene Wertpapierfonds (Investmentaktiengesellschaften) seit dem Inkrafttreten des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes am 1. April 1998 möglich. Ihre Einführung wurde u.a. damit begründet, dass geschlossene Fonds ein antizyklisches Verhalten aufweisen können. In Perioden sinkender Kurse, in denen häufig aus offenen Fonds Kapital abgezogen wird, sollen geschlossene Fonds günstige Einstandskurse nutzen können. Weiterhin werden Kostenvorteile beim Vertrieb genannt, vgl. *Assmann/Schütze* 2001, §18, RN 32 m.w.N. Kostenvorteile beim Vertrieb werden in der Regel nicht ausreichend sein, um Abschläge i.H.v. 10-20 % auszugleichen, wie sie bei bereits existierenden geschlossenen Wertpapierfonds üblich sind, vgl. hierzu *Lee/Shleifer/Thaler* 1991, S. 75.

⁹⁸ In der Begründung der Einführung von Investmentaktiengesellschaften wird weiterhin die Förderung von Unternehmensbeteiligungen genannt. Illiquide Anlagen in Form von stillen Beteiligungen und Anteilen, die nicht zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, können bis zu 50 % des Fondsvermögens ausmachen, vgl. *Assmann/Schütze* 2001, §18, RN 32, 35.

⁹⁹ Eine Anlage in Immobilien ist aber für Investmentaktiengesellschaften in Deutschland gerade nicht möglich. Nach § 51 Abs. 3 KAGG sind nur Wertpapiere und stille Beteiligungen zugelassen.

4 Fazit

Um die Rücknahmeverpflichtung jederzeit erfüllen zu können und um kurzfristig zufließende Mittel anzulegen, halten deutsche offene Immobilienfonds typischerweise erhebliche Bestände in festverzinslichen Wertpapieren (25-50 % des Fondsvermögens). Weiterhin kann die Anlagegesellschaft nach § 36 Satz 3 und 4 KAGG die Rücknahme der Anteilscheine ein Jahr, im Ausnahmefall auch bis zu zwei Jahren lang verweigern.¹⁰⁰ Deutsche offene Immobilienfonds nutzen somit entsprechend der bankbetriebswirtschaftlichen Theorie systematisch die möglichen Ansatzpunkte, um durch Kosten- und Fristenbarrieren die Liquidität von Anteilscheinen sinnvoll zu beschränken, ohne welche die Funktion eines offenen Fonds nicht möglich ist.

Dem Gedanken des Open-End-Prinzips folgend bieten Fondsgesellschaften permanent neue Anteilscheine an. Die Ausgabepreise basieren auf dem anteiligen Inventarwert zzgl. einem Ausgabeaufschlag von üblicherweise 5 %. Die Erhebung von Gebühren bei der Rücknahme von Anteilen ist grundsätzlich zulässig (§ 19 Abs. 2 Nr. 5 KAGG), in der Praxis jedoch nicht üblich.¹⁰¹ Die Ausgabeaufschläge fließen in der Regel in vollem Umfang den Fondsbetreibern, d. h. der Kapitalgesellschaft zu und werden von dieser vor allem zur Deckung von Vertriebskosten verwendet.¹⁰² Transaktionskostengerechtigkeit ist somit nur ansatzweise gegeben.

Für Immobilien ist auch ein Fonds nach dem Closed-End-Prinzip durchaus sinnvoll. Zwar müssen durch den Anleger zusätzliche Chancen und Risiken einer Veränderung der Abweichungen vom Inventarwert beurteilt werden, dafür fallen aber die oben diskutierten Risiken aus der Liquiditätstransformation bei einer Konstruktion nach dem Open-End-Prinzip weg. Im Gegensatz zu geschlossenen Wertpapierfonds ist daher für Immobilienfonds keine grundsätzliche Beurteilung möglich, ob das Open-End-Prinzip in größerem Maße für private Anleger geeignet ist als das Closed-End-Prinzip.

¹⁰⁰ Seit der Auflegung des ersten offenen Immobilienfonds im Jahre 1959 ist dies bisher nicht vorgekommen. Jedoch wurde als bisher einziger offener Immobilienfonds der *A.G.I. Fonds Nr. 1* im Jahre 1993 geschlossen. Die Anteilscheine wurden zum 01. April 1993 gekündigt, gleichzeitig wurde den Anteilseignern die Übernahme der Anteile in den Fonds *Haus-Invest* angeboten. Als Ursache wurden die zunehmenden Probleme genannt, die Rückgabe von Anteilen durch entsprechendes Neugeschäft zu kompensieren. Bei den Anteilseignern handelte es sich im Wesentlichen um institutionelle Anleger (Versicherungen und ein regionales Kreditinstitut), vgl. *o.V.* 1993.

¹⁰¹ Vgl. *Clemens* 1999, S. 139. *Groffmann* 1996, S. 411 bezweifelt die Zulässigkeit der Erhebung von Gebühren bei der Rücknahme von Anteilscheinen. Mit dem Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes wurde durch die Neufassung des § 21 Abs. 5 KAGG die Berücksichtigung eines Rücknahmeabschlages explizit zugelassen, vgl. hierzu *PWC* 2002, S. 54 f.

¹⁰² Vgl. *Höger* 1996.

Literaturverzeichnis

- Adair, A.; Downie, M.L.; McGreal, S.; Vos, G. (1996): *European Valuation Practice - Theory and Techniques*; London: E & FN Spon.
- Adams, A.T.: Venmore-Rowland, P. (1989): Property Share Valuation, *Journal of Property Valuation and Investment* 8, 127-142.
- Albrecht, P.; Maurer, R. (2002): *Investment- und Risikomanagement – Modelle, Methoden, Anwendungen*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Albrecht, P.; Maurer, R. (2003): Self-Annuitization, Consumption Shortfall in Retirement and Asset Allocation: The Annuity Benchmark, erscheint in: *Journal of Pension Finance and Economics*.
- Ambrose, B.; Ehrlich, S.; Hughes, W.; Wachter, S. (2000): REIT Economies of Scale: Fact or Fiction?, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 20, 211-224.
- Assmann, H.D.; Schütze, R.A., Hrsg. (2001): *Handbuch des Kapitalanlagerechts, Ergänzungsband*, München: C.H. Beck, Stand: 2. Ergänzung (Januar 2001).
- Averdiek-Bolwin, C. (1998): *Die Effizienz von Aktienbörsen: SEAQ versus Tradepoint*, München; Wien: Oldenbourg.
- Bals, W. (1993): *Die ökonomische Position von Anteilhabern offener Immobilienfonds*; Frankfurt a. M.: Peter Lang.
- Barkham, R.; Geltner, D. (1995): Price Discovery in American and British Property Markets, *Real Estate Economics* 23, (1), 21-44.
- Barkham, R.; Ward, C.W.R. (1999): Investors Sentiment and Noise Traders: Discount to Net Asset Value in Listed Property Companies in the U.K., *Journal of Real Estate Research* 18 (2), 291-312.
- Benston, G.; Smith, C.W. (1976): A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, *Journal of Finance* 31, 215-231.
- Berry, J.; McGreal, S.; Sieracki, K.; Sotelo, R. (1999): An assessment of property investment vehicles with particular reference to German funds, in: *Journal of Property Investment & Finance* 17, 430-443.
- Bers, M., Springer, T.M. (1998): Sources of Scale Economics for REITs, *Real Estate Finance* 14 (4), 47-56.
- Biermann, H. jr.; Swaminathan, B. (2000): Managing a Closed-End Investment Fund, *Journal of Portfolio Management* 26, 49-52.
- Bitz, M. (1989): Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, *Wirtschaft und Studium* 10, 430-436.
- Bitz, M. (2002): *Finanzdienstleistungen*, 6. Auflage München; Wien: Oldenbourg.
- Brauer, G.A. (1984): ‚Open-Ending‘ Closed-End Funds, *Journal of Financial Economics* 13 (4), 491-507.
- Breuer, W. (1993): *Finanzintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht*, Wiesbaden.
- Breuer, W. (1994): *Finanzintermediation und Wiederverhandlungen*, *Kredit und Kapital* 27 (2), 291-309.

- Brickley, J.; Manaster, S.; Schallheim, J. (1991): The Tax-Timing Option and the Discounts on Closed End Investment Companies, *Journal of Business* 64, 287-312.
- Brown, G.R.; Matysiak, G.A.; Shepherd, M.C. (1998): Valuation Uncertainty and the Mallison Report, *Journal of Property Research* 14, 1-13.
- Büschgen, H.E. (1971): *Rentabilität und Risiko der Investmentanlage*, Stuttgart: Poeschel.
- Büschgen, H.E. (1998): *Bankbetriebslehre – Bankgeschäfte und Bankmanagement*, 5. Auflage, Wiesbaden: Gabler.
- Campbell, T.S.; Kracaw, W.A. (1980): Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Information, *Journal of Finance* 35, 863-882.
- Clayton, J.; MacKinnon, G. (2000): Measuring and Explaining Changes in REIT Liquidity: Moving Beyond the Bid-Ask Spread, *Real Estate Economics* 28, 89-115.
- Clemens, O. (1999): *Die steuerliche Subventionierung von kollektiven Immobilien-Kapitalanlagen: Eine Effizienzanalyse*, Berlin: WiB-Kolleg.
- Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm, *Economica* 4, 386-405.
- Collins; B.M.; Fabozzi, F.J. (1991): A Methodology for Measuring Transaction Costs, *Financial Analysts' Journal*, 27-36.
- Crosby, N. (1996): United Kingdom, in: Adair, A.; Downie, M.L.; McGreal, S.; Vos, G. (Hrsg.): *European Valuation Practice - Theory and Techniques*; London: E & FN Spon, 265-303.
- De Long, J. Bradford; Shleifer, A.; Summers, L.H. ; Waldman, R.J. (1990): Noise trader risk in financial markets, *Journal of Political Economy* 98, 703-738.
- Diamond, D. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Dobson, S.; Goddard, J. (1992): The determinants of commercial property prices and rents, *Bulletin of Economic Research* 44, 301-321.
- Dow, J.; Gorton, G. (1997a): Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare, *Journal of Political Economy* 105(5), 1024-1050.
- Eberstadt, G. (1994): Wertpapiermärkte, in: Schierenbeck, H. (Hrsg.): *Bank- und Versicherungslexikon*, 2. Auflage, München; Wien: Oldenbourg.
- Engle, R.F.; Russel, J.R. (1997): Forecasting the Frequency of changes in Quoting Foreign Exchange Prices with the Autoregressive Conditional Duration Model, *Journal of Empirical Finance* 4, 197-211.
- Feinendegen, S.; Schmidt, D.; Wahrenburg, M. (2002): Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes, CFS Working Paper No. 2002/01.
- Fischer, E.O.; Schuster, M.G. (2001): Indexanleihen mit Kapitalgarantien: Darstellung, Bewertung und Analyse, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 72, 243-274.
- Fischer, M. (1994): Die Theorie der Transaktionskosten, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 582-584.
- Friedman, M. (1953): The Case for Flexible Exchange Rates, in: *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- Gantenbein, P. (1999): *Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes: eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz*, Bern; Stuttgart; Wien: Paul Haupt.

- Greenbaum, S.I.; Thakor, A.V. (1995): Contemporary Financial Intermediation, Fort Worth et al: Dryden Press.
- Groffmann, T. (1996): Transaktionskosten und Fondsperformance, Die Bank 07, 408-412.
- Hartmann-Wendels, T. (1997), Geleitwort, in: Spicher, T. (1997): Kapitalmarkt, unvollständige Verträge und Finanzintermediäre: eine modellgestützte Analyse zu Existenzbegründung, zukünftiger Ausrichtung und möglichen Verhaltensstrategien von Banken an Kapital- und Kreditmärkten, Köln.
- Hartmann-Wendels, T.; Pfingsten, A.; Weber, M. (2000): Bankbetriebslehre, 2. überarbeitete Auflage., Berlin et al.: Springer.
- Hasbrouck, J.; Schwartz, R.A. (1988): Liquidity and Execution Costs in Equity Markets, Journal of Portfolio Management 14, 10-16.
- Hax, H. (1993): Investitionstheorie, 5., bearb. Auflage, Heidelberg: Physcia.
- Heinze, S. (1999): Europäisches Kapitalmarktrecht - Recht des Primärmarktes, München: Beck.
- Hellwig, M. (1991): Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, in: Giovanni, A.; Mayer, C. (Hrsg.): European Financial Integration, Cambridge: Cambridge University Press, 35-63.
- Helmer, S. (1997): Die vermögensverwaltende Immobilien-KG mit Genussschein – Ein kapitalmarktorientierter Ansatz zur Lösung der Bewertungs- und Liquiditätsproblematik, Frankfurt a.M.: Peter Lang.
- Hessler, H.D. (1978): Geschichte der Wirtschaftstheorie, in: Handwörterbuch der Volkswirtschaft, Wiesbaden: Gabler.
- Hieronymus, J. (1994): Der gewerbliche Mietvertrag, in: Gerlach, H. et al. (Hrsg.): Die Gewerbeimmobilie als Kapitalanlage, 4. Auflage, Freiburg: Haufe.
- Hoesli, M.; MacGregor, B. (2000): Property Investment: Principles and Practice of Portfolio Management; Harlow, England: Pearson Education Limited.
- Höger, H. (1996): Offene Immobilienfonds – Bleibt der Ausgabeaufschlag ?, Der Langfristige Kredit 45, 109-110.
- Holz, R. (1996): Entstehung neuer Finanzprodukte: Theoretische und empirische Erkenntnisse, Bergisch Gladbach; Köln: Eul.
- IEIF Institut de l'Epargne Immobilière et Foncière (1998): Investment in French Real Estate, Paris [masch].
- Keim, D. B.; Madhavan, A. (1995): Anatomy of the trading process: empirical evidence on the motivation for and execution of institutional equity trades, Journal of Financial Economics 37, 371-398.
- Kempf, A. (1998): Was messen Liquiditätsmaße?, Die Betriebswirtschaft 58, 299-311.
- Krahen, J.P. (1985): Kapitalmarkt und Kreditbank - Untersuchungen zu einer mikroökonomischen Theorie der Bankunternehmung, Schriften zum Banken- und Börsenwesen, Berlin: Duncker & Humblot.
- Landwell & Associés (2000): Real Estate Investment in France, o.O.
- Lassak, G. (1991): Liquidität am deutschen Rentenmarkt: Eine empirische Untersuchung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 61, 75-86.
- Lee, C.M.C.; Shleifer, A.; Thaler, R.H. (1991): Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle, Journal of Finance 46, 75-109.

- Lohr, M. (1992): Der Absatz Offener Immobilienfonds im Blickwinkel von Zins und Konjunktur, *Der Langfristige Kredit* 41, 432-437.
- Lüdecke, T. (1996): Struktur und Qualität von Finanzmärkten, Wiesbaden: Gabler [zugl.: Diss. Univ. Karlsruhe, 1995].
- MacLeary, A. (1991): *National Taxation for Property Management and Valuation*, London: E&F Spon.
- Malkiel, B. (1995): The Structure of Closed-End Fund Discounts Revisited: *Journal of Portfolio Management* 21, 32-38.
- Matysiak, G.E.; Brown, G.R. (1997): A time-varying analysis of abnormal performance of UK property companies, *Applied Financial Economic* 7, 367-377.
- Maurer, R. (1996): Kontrolle und Entlohnung von Spezialfonds als Instrument der Vermögensanlage von Versicherungsunternehmen, Karlsruhe: Verlag für Versicherungswirtschaft.
- Maurer, R.; Schlag, C. (2001): Investmentfonds-Ansparpläne: erwartetes Versorgungsniveau und Shortfall-Risiken, *Der Langfristige Kredit* 50, 40-45.
- Maurer, R.; Schlag, C. (2002): Money-Back Guarantees in Individual Pension Accounts: Evidence from the German Pension Reform, Pension Research Council Working Paper 2002-11, June 2002, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.
- Maurer, R.; Sebastian, S. (1995): L'expertise immobilière en Allemagne, une approche financière, *Réflexions Immobilières* 3, 49-57.
- Maurer, R.; Sebastian, S. (1999): Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften als finanzwirtschaftliche Substitute für Immobiliendirektanlagen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 3/99 (Finanzmanagement)*, 169-194.
- Maurer, R.; Sebastian, S.; Stephan, T.G. (2002): Immobilienindizes im Portfolio-Management, in: Deutscher Aktuarverein (Hrsg.): *Investmentmodelle für das Asset-Liability-Modelling von Versicherungsunternehmen*, Karlsruhe, 255-283.
- Maurer, R.; Stephan, T.G. (1995): Immobilien-Rendite-Benchmark für offene Fonds, *Die Bank*, August 1995, 491-495.
- McAllister, P. (2000): Is direct investment in international property markets justifiable?, *Property Management* 18, 25-33.
- Meister, E.; Vollbracht, R.; Baum, J. (2000): Internationale bankaufsichtliche Eigenkapitalstandards für Kreditinstitute, in: Johanning, L.; Rudolph, B. (Hrsg): *Handbuch Risikomanagement, Band 2: Risikomanagement in Banken, Asset Management Gesellschaften, Versicherungs- und Industrieunternehmen*, Bad Soden: Uhlenbruch, 755-773.
- Müller, R.C. (2001): Die Investmentgesellschaft: eine Untersuchung über die körperschaftlich organisierte kollektive Kapitalanlage unter besonderer Berücksichtigung des Bundesgesetzes über die Anlagefonds, Zürich: Schulthess Juristische Medien.
- Neuberger, D. (1998): *Mikroökonomik der Bank*, München: Franz Vahlen.
- o.V. (1993): A.G.I. setzt auf Immobilien-Spezialfonds, *Der Langfristige Kredit* 42, 412.
- Oesterhelweg, O.; Schiereck, D. (1993): Messkonzepte für die Liquidität von Finanzmärkten, *Die Bank* (7), 390-397.
- Orr, R.S. (1993): Der gemeinsame europäische Markt und die Immobilienwirtschaft, *Der Langfristige Kredit* 42, 45-46.

- Pontiff, J. (1996): Costly Arbitrage: Evidence From Closed-End Funds, *Quarterly Journal of Economics*, 1135-1151.
- PriceWaterhouseCoopers (2000): Real Estate Investment in the United Kingdom – Tax and legal matters, o.O.
- PWC Deutsche Revision (2002): Die Novellierung des Investmentrechts 2002 nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, Frankfurt: Fachverlag Moderne Wirtschaft.
- Richards, R.M.; Fraser, D.R.; Groth, J.C. (1979): Premium, Discounts, and the Volatility of Closed-End Mutual Funds, *Financial Review*, 26-33.
- Richter, R. (1994): Institutionen ökonomisch analysiert: Zur jüngeren Entwicklung auf einem Gebiet der Wirtschaftstheorie, Tübingen: Mohr.
- Rosenberg, C., Jr.; Sack, P. (1975): The High Risks of Open-End Real Estate Funds, *Journal of Portfolio Management*, Fall 1975, 55-57.
- Schlag, A. (1995): Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien; Kiel: Wissenschaftsverlag Vauk Kiel KG
- Schleef, M.; Richter, T. (1999): Grundlagen und Arten von Investmentfonds, in: Jansen, D.E. (Hrsg.): *Finanzen, Geld und Vermögen – Handbuch der Kapital- und Finanzdienstleistung*, 2. völlig neubearbeitete Auflage., Neuwied; Kriftel: Luchterhand, 171-192.
- Schmitt, H.; Iversen, P. (1991): Geld-Brief-Spannen deutscher Standardwerte in IBIS und MATIS, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 3 (4), 209-226.
- Schneider, D. (1985): Ein Ertragswertverfahren als Ersatz fehlender Handelbarkeit stiller Beteiligungen?, *Betriebs-Berater* 26, 1677-1684.
- Schneider, D. (2000): Verdankt die Betriebswirtschaftslehre Volkswirtschaftslehrern ihre Theorie?, *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung* 52, 419-439.
- Scholtens, L. (1993): On the Foundations of Financial Intermediation: A Review of the Literature, *Kredit und Kapital* 26, 112-141.
- Schradin, H.R. (1994): Erfolgsorientiertes Versicherungsmanagement – Betriebswirtschaftliche Steuerungskonzepte auf risikotheorietischer Grundlage, Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft.
- Sebastian, S. (1996): Immobilieninvestment in Frankreich, Paris: Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière; Ministère de l'Économie et des Finances (Hrsg.).
- Sharpe, W.F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* 19, 425-442.
- Sharpe, W.F.; Alexander, G.J. ; Bailey, J.V. (1995): *Investments*, 5th edition, Englewood Cliffs (N.J.): Prentice Hall.
- Shiller, R. J. (1989): *Market Volatility*, Cambridge (Mass.): MIT Press.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1990): Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 80, 148-153.
- Spicher, T. (1997): Kapitalmarkt, unvollständige Verträge und Finanzintermediäre: eine modellgestützte Analyse zu Existenzbegründung, zukünftiger Ausrichtung und möglichen Verhaltensstrategien von Banken an Kapital- und Kreditmärkten, Köln: Eul.
- Stackelberg, H. von (1951): *Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre*, 2. Auflage, Tübingen/Zürich.
- Steiner, M.; Bruns, C. (1993): *Wertpapiermanagement*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Stobbe, A. (1991): Mikroökonomik, 2. revidierte Auflage, Berlin; Heidelberg; New York: Springer.
- Terberger, E. (1994): Neo-institutionalistische Ansätze – Entstehung und Wandel – Anspruch und Wirklichkeit, Wiesbaden: Gabler.
- Thiel, M. (1996): Eine Theorie der rationalen Finanzkrise, Frankfurt am Main: Lang.
- Thomas, M. (1995): Income Approach versus Ertragswertverfahren (1. Teil), Grundstücksmarkt und Grundstückswert 7, 35-38.
- Thomas, M. (1997): Die Entwicklung eines Performanceindex für den deutschen Immobilienmarkt; Köln.
- Tieke, R. (1992): Der Einfluss der Immobilienpreisentwicklungen auf die Kapitalanlageplanung der Versicherungsunternehmen - Eine theoretische und empirische Analyse, Göttingen: Gries.
- Unser, M. (1999): Behavioral Finance am Aktienmarkt - Empirische Analysen zum Risikoverhalten individueller Anleger, Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch.
- Väth, A. (1999): Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT: Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98, Köln: Müller.
- Whitehouse, C.; Stuart-Buttle, E. (1992): Revenue Law - principles and practice, 10. Auflage, London; Dublin; Edinburg: Butterworths.
- Wöhe, G. (1990): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 17. Auflage, München: Vahlen.
- Zell, S. (1977): Liquid Real Estate, Wharton Real Estate Review 1 (2), 40-45.
- Zimmermann, J. (1992): Die Gestaltung einer prozeßorientierten Einzelkosten- und Deckungsbeitragsabrechnung für Schadenversicherungsunternehmen: Ein Beitrag zur Integration von Risikotheorie und Betriebswirtschaftslehre der Versicherung, Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft.