

7. März 2013

**Stellungnahme**  
**des**  
**Bundesverband der Immobilien-Investment-**  
**Sachverständigen e. V. (BIIS)**  
**zum**  
**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der**  
**Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter**  
**alternativer Investmentfonds**  
**(AIFM–Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG)**

## Inhaltsverzeichnis

<b>A.</b>	<b>Einleitung</b>		Seite 3
<b>B.</b>	<b>Anmerkungen zu einzelnen Vorschriften</b>		
I.	§ 216 Abs. 6	Wertüberprüfung bei interner Bewertung	Seite 7
II.	§ 216 Abs. 7	Verantwortlichkeit und Haftung	Seite 7
III.	§ 231 Abs. 2	Ankaufsbewertung von Immobilien	Seite 7
IV.	§ 235 Abs. 2	Ankaufsbewertung von Immobilien bei Immobilien-Gesellschaften	Seite 8
V.	§ 236 Abs. 2	Wertermittlung der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft	Seite 8
VI.	§ 236 Abs. 3	Wertermittlung durch Abschlussprüfer	Seite 9
VII.	§ 248 Abs. 4	Sonderregeln für die Bewertung	Seite 9
VIII.	§ 249 Abs. 1	Sonderregeln für das Bewertungsverfahren	Seite 10
IX.	§ 250	Sonderregeln für den Bewerter	Seite 10
X.	§ 251 Abs. 2	Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung	Seite 12
XI.	§ 260 Abs. 1 und 2	Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen	Seite 12
XII.	§ 261 Abs. 5	Ankaufsbewertung von Sachwerten	Seite 12
XIII.	§ 261 Abs. 6	Ankaufsbewertung bei Beteiligungserwerben	Seite 13
XIV.	§ 271 Abs. 2	Objektbesichtigung	Seite 13
XV.	§ 271 Abs. 4	Anforderungen an Bewerter	Seite 14

## A. Einleitung

Wir bedanken uns für die Einladung zur Anhörung und die Gelegenheit zur Stellungnahme. Das mit dem Regierungsentwurf verbundene Ziel, mit der Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie zugleich beim Anlegerschutz einen einheitlichen hohen Standard zu erreichen, begrüßen wir.

Der angestrebte hohe Anlegerschutzstandard wird durch den Entwurf aber leider nicht erreicht.

Der Grund hierfür ist, dass der Entwurf die herausragende Bedeutung einer unabhängigen Bewertung von illiquiden Vermögensgegenständen nicht hinreichend berücksichtigt. Auf diese Weise leistet der Entwurf ungewollt künftigen Bewertungsproblemen im Bereich der regulierten Publikums-Kapitalanlage Vorschub. Der aktuelle Fall S&K mag ein extremer Fall von Anlagebetrug sein, mit Blick auf fragwürdige Bewertungspraktiken von „externen Bewertern“ im Bereich des Grauen Kapitalmarktes handelt es sich aber um keinen Einzelfall (siehe jüngste Presseberichte zu WGF, Fairvesta u.a. als **Anlagen 1** und **2**). Es sollte dem Gesetzgeber zu denken geben, wenn der Chef der Ratingagentur Scope sagt, dass er einigen Anbietern von den im Jahr 2012 am besten platzierten geschlossenen Fonds nie sein Geld anvertrauen würde (**Anlage 3**). Es dürfte sich dabei auch um Anbieter handeln, die ab dem 22. Juli 2013 in den regulierten Kapitalmarkt und die staatliche Aufsicht überführt werden.

Der Entwurf verzichtet bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds auf den fachlich überlegenen Kollegialentscheid durch unabhängige Sachverständigenausschüsse und dessen Regeln zu Einnahmengrenze, Rotation, persönliche Haftung und Ausschluss von Interessenkonflikten. Er öffnet in diesem sensiblen Bereich die Bewertung in gefährlicher Weise für „Haus und Hofgutachter“, die künftig alleine und ohne jegliche Einnahmenbegrenzung bis zum Sankt Nimmerleins-Tag für eine Fondsgesellschaft tätig sein können. Diese Änderung des Rechtsrahmens wäre im hohen Maße geeignet, Misstrauen der Anleger in die Bewertung bei Offenen Immobilienfonds zu erzeugen und somit erneut die Stabilität von Offenen Immobilienfonds zu gefährden.

Im Bereich der geschlossenen Publikumsfonds – also S&K, etc. – sollen sich die Emissionshäuser ihre jährlichen Leistungszeugnisse in Form einer internen Bewertung sogar selbst ausstellen können. Ordnungspolitisch müsste dagegen Licht in das heutige Performance-Dunkel eines geschlossenen Fonds gebracht werden, damit die betroffenen Fondsanleger, Neukunden und Analysten erfahren, wie erfolgreich der Anbieter fortlaufend arbeitet.

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf würde ohne erkennbaren Grund mit dem unabhängigen Sachverständigenausschuss ein in Deutschland seit über 60 Jahren bewährtes Institut abgeschafft (§77 InvG, §32 KAGG a.F. und §10 Abs.4 lit. b KWG). Der Gesetzgeber würde sich zugleich von all seinen Überlegungen verabschieden, die er in den letzten 10 Jahren bezüglich der Bewertung bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds angestellt hat. Der BIIS war dem Parlament in dieser Zeit stets ein vertrauenswürdiger Partner. Es erscheint uns deshalb wichtig, dass wir die gesetzgeberischen Aktivitäten und die mit ihnen verbundenen Ziele noch einmal in Erinnerung rufen:

#### **2002 (4. FMFG):**

- Es wird nach öffentlichen Zweifeln („Loipfinger-Studien“) an einer ausreichenden wirtschaftlichen Unabhängigkeit der Mitglieder von Sachverständigenausschüssen eine Einnahmengrenze von 20 % der Gesamteinnahmen zur Sicherstellung der wirtschaftlichen Unabhängigkeit eingeführt.

#### **2004 (InvModG):**

- Die Einnahmengrenze wird mit Blick auf die korrespondierende Regelung für Abschlussprüfer (§ 319 Abs. 3 Nr. 5 HGB) auf 30 % angehoben.

#### **2008 (InvÄG):**

- In der Ressortabstimmung zum Kabinettsentwurf wird auf eine Abschaffung der unabhängigen Sachverständigenausschüsse und ihren Ersatz durch zwei „externe Bewerter“ mit Mittelwertverfahren („Österreich-Modell“) verzichtet. Es wird ausdrücklich die fachliche Überlegenheit des Kollegialprinzips von der Bundesregierung anerkannt.
- Der Sachverständigenausschuss wird als eigenständiges Rechtsinstitut konstituiert.
- Den Vertretern der Kapitalanlagegesellschaft wird die Teilnahme an Sitzungen der Ausschüsse verboten.
- Der Sachverständigenausschuss wird für die Erstellung der Geschäftsverteilungspläne alleine zuständig.
- Die Ankaufsbewertung wird von der Folgebewertung abgetrennt, um die Unabhängigkeit der Sachverständigenausschüsse bei der Folgebewertung zu stärken.
- Es werden die sogenannten Gesamtausschüsse - bestehend aus bis zu 12 Bewertern - abgeschafft und die Größe eines Ausschusses auf einen Hauptgutachter und zwei Nebengutachter festgelegt, wodurch die Verantwortlichkeit der beiden Nebengutachter erhöht worden ist.
- Es wird eine Rechtsgrundlage für die BVI-Muster-Geschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse mit detaillierten Vorgaben zu Berufung, Abberufung, Wertermittlungsverfahren, Bewertungsunterlagen, Gutachtenaufbau, Objektbesichtigung und dem Erfordernis einer Abstimmung mit der Bafin geschaffen, um eine möglichst einheitliche Bewertungspraxis bei allen Kapitalanlagegesellschaften sicherzustellen.
- Es wird eine zweijährige Rotation der Hauptgutachter eingeführt, um die fachliche Unabhängigkeit der Ausschussmitglieder untereinander zu stärken.
- Es werden aus europa- und wettbewerbsrechtlichen Gründen auch Angehörige von Bewertungsgesellschaften gleich welcher Rechtsform („Zusammenschlüsse von Sachverständigen“) als Mitglieder der Ausschüsse zugelassen, wenn Interessenkonflikte aufgrund sonstiger Tätigkeiten des Zusammenschlusses wirksam ausgeschlossen sind.

#### **2011 (AnsFuG):**

- Die Mitgliedschaft eines Bewerter wird auf einen Sachverständigenausschuss je Kapitalanlagegesellschaft beschränkt, damit die Sachverständigenbasis einer Kapitalanlagegesellschaft möglichst breit ist und dadurch personelle Kumulrisiken in der Bewertung vermieden werden.

- Die Geltung der jährlichen Einnahmengrenze von 30 % wird auf das zweite Jahr der Tätigkeit vorverlegt, um eine ausreichende wirtschaftliche Unabhängigkeit der Mitglieder vom ersten Tag an sicherzustellen.
- Zur weiteren Stärkung ihrer wirtschaftlichen Unabhängigkeit wird die Tätigkeit der Ausschussmitglieder (und ihrer Bewertungsunternehmen) auf insgesamt maximal 6 Jahre beschränkt. Danach gilt eine Cooling-down-Periode von 2 Jahren, so dass Bewerter und Kapitalanlagegesellschaft vom ersten Tag an wissen, dass alle zwei Jahre ein Mitglied ausgetauscht wird und spätestens nach 6 Jahren ein vollständig neu besetzter Sachverständigenausschuss die Tätigkeit des vorherigen Ausschuss kontrollieren wird. Der „großen“ Rotation mit Cooling-down-Periode soll nach dem Willen des Parlaments eine hohe präventive Wirkung für eine unabhängige Bewertung zukommen. Die Regelung ist wesentlich schärfer als die vergleichbaren Regelungen für Abschlussprüfer und Ratingagenturen. Die Umsetzung ist in Abstimmung mit dem Finanzausschuss und dem Bundesfinanzministerium zeitlich gestaffelt bis 2016 vorgesehen.
- Der Finanzausschuss hat im parlamentarischen Verfahren die Bedeutung des Ausschlusses von jeglichen Interessenkonflikten aufgrund sonstiger Tätigkeiten eines Bewertungsunternehmens nochmals ausdrücklich betont und die noch im Regierungsentwurf vorgesehene Zulassung von sog. *chinese walls* verworfen. Nicht funktionierende *chinese walls* bei Ratingagenturen und WP-Gesellschaften werden vielfach als Mitursachen der Finanzkrise angesehen.

Die Bundesregierung hat keinen sachlichen Grund für die Abschaffung der unabhängigen Sachverständigenausschüsse vorgebracht. Als alleinigen Grund wurde dem Bundesrat auf dessen Stellungnahme entgegnet, dass Art. 19 (10) AIFMD eine richtlinienkonforme Umsetzung ausschließen würde. Diese Rechtsauffassung ist nicht zutreffend und wird nach unserer Kenntnis auch von der Bafin nicht geteilt (siehe zum allgemeinen Rechtsverständnis des Art. 19 AIFMD das Gutachten der Kanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer vom 13. Februar 2013 als **Anlage 4**). Die Bundesregierung setzt sich zudem selbst in Widerspruch als dass sie nach § 236 Abs.3 KAGB-E die Bewertung von Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds ausdrücklich nur Abschlussprüfern im Sinne des § 319 Absatz 1 und 2 HGB zuweist, obgleich nach ihrer Auffassung Art. 19 (10) AIFMD eine solche Aufgabenzuweisung ebenso ausschließen müsste.

Die fachliche Überlegenheit des Kollegialentscheids in der stets mit Unsicherheiten behafteten Immobilienbewertung ist wissenschaftlich unstrittig (siehe Gutachten der Universität Regensburg/IREBS vom 24. Januar 2013 als **Anlage 5**). Aus dem Gutachten geht auch hervor, dass die jährlichen Mehrkosten eines Kollegialentscheids durch einen Sachverständigenausschuss gegenüber einem Einzelgutachten lediglich ca. 0,0055% des Anlagevermögens betragen und damit vernachlässigbar gering sind. Mit Blick auf die Zulassung von semi-professionellen Anlegern für Spezial-AIF empfiehlt sich auch für diese Produkte eine zwingend externe Bewertung in Form eines Kollegialentscheids, da Kommunen, Stiftungen und Kirchen in der Regel ebenso wie Privatanleger nicht über eine ausreichende Markt- und Bewertungsexpertise verfügen, um interne Bewertungen auf ihre Plausibilität und Marktgerechtigkeit prüfen zu können. Zudem gewährleisten nur externe Bewertungen durch unabhängige Sachverständigenausschüsse eine faire Basis für die Ermittlung der Bewertungsreserven von Versicherern, die beispielsweise bei Lebensversicherungen anteilig den Versicherten – also Privatanlegern – zivilrechtlich zustehen.

Aus den vorgenannten Gründen empfehlen wir, dass sich der Finanzausschuss der Stellungnahme zu § 216 KAGB-E des Bundesrates anschließt. Soweit der Finanzausschuss sich der Stellungnahme nur für den Bereich der offenen Immobilien-Publikumsfonds und der geschlossenen Publikums-AIF anschließen möchte, wäre eine entsprechende Umsetzung anhand der in Teil B unserer Stellungnahme enthaltenen Änderungsvorschläge möglich.

## **B. Anmerkungen zu einzelnen Vorschriften**

### **I. § 216 Abs.6 ist ersatzlos zu streichen.**

#### Begründung:

Es handelt sich um eine Folgeänderung zu §§ 250, 272 Abs. 4.

### **II. § 216 Abs. 7 Verantwortlichkeit und Haftung**

Es wird angeregt, § 216 Abs. 7 Satz 1 wie folgt zu ändern:

*„(7) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögensgegenstände des Publikums-AIF, für die Berechnung des Nettoinventarwerts und die Bekanntgabe dieses Nettoinventarwerts verantwortlich. Die Haftung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber dem Publikums-AIF und seinen Anlegern darf deshalb nicht durch die Tatsache berührt werden, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft einen externen Bewerter bestellt hat.“*

#### Begründung:

Der Wortlaut des § 212 Abs. 7 Satz 1 weicht vom Wortlaut des Art. 19 Abs. 10 Sätze 1 und 2 der AIFM-Richtlinie ab. Die nicht wortgleiche Umsetzung ist nicht unproblematisch, da der abweichende Wortlaut suggeriert, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft auch materiell für die Bewertungsergebnisse eines externen Bewerter verantwortlich zeichnen soll, obgleich Art. 19 Abs. 10 Satz 1 der AIFM-Richtlinie nur erfordert, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft auch bei Einschaltung eines externen Bewerter sich für die Erbringung einer formal ordnungsgemäßen Bewertung nicht freizeichnen darf. Eine inhaltliche Verantwortlichkeit für die Bewertungsgutachten und die Bewertungsergebnisse obliegt ihr nicht, auch nicht nach Art. 20 Abs. 1 der AIFM-Richtlinie i. V. m. § 36. Dies ist auch folgerichtig, da anderenfalls die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft vollständig eine eigene Bewertungsexpertise für sämtliche von ihr verwalteten Vermögensgegenstände vorhalten und sich inhaltliche Eingriffs- und Weisungsbefugnisse bzgl. der Gutachten gegenüber dem externen Bewerter vertraglich zusichern lassen müsste, was sich weder mit dem Wesen der unabhängigen Bewertung noch den Vorgaben der AIFM-Richtlinie und des KAGB-E an eine unabhängige Bewertung und die Unabhängigkeit des externen Bewerter von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 212 Abs. 1 Nr. 1) noch mit den berufsrechtlichen Regeln für die externen Bewerter (siehe Anmerkungen zu § 212 Abs. 2 Nr. 3) verträgt. Allein die Kontrolle eines formal ordnungsgemäßen Bewertungsprozesses und eine Plausibilitätsprüfung der Gutachten obliegen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle. Dieses Rechtsverständnis wird durch das Gutachten der Kanzlei Freshfields vom 13. Februar 2013 gestützt (**Anlage 4**).

### **III. § 231 Abs. 2 Nr. 1 und 2 Ankaufsbewertung von Immobilien**

Es wird angeregt, § 231 Abs. 2 Nr. 1 und 2 wie folgt zu ändern:

*„(2) Ein in Absatz 1 Nummer 1 bis 6 genannter Vermögensgegenstand darf nur erworben werden, wenn*

1. *er zuvor von einem Sachverständigen im Sinne des § 250 Abs. 4 Satz 2 bewertet wurde,*
2. *der Sachverständige nicht zugleich einem von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss angehört und“*

Begründung:

Anpassung an § 67 Abs. 5 Satz 1 InvG. Für den Ankaufssachverständigen müssen aus Gründen des Anlegerschutzes die gleichen Anforderungen wie heute nach § 67 Abs. 5 Satz 1 InvG gelten.

**IV. § 235 Abs. 2 Nr. 1 und 2 Ankaufsbewertung von Immobilien bei Immobilien-Gesellschaften**

Es wird angeregt, § 235 Abs. 2 Nr. 1 und 2 wie folgt zu ändern:

*„1. die von der Immobilien-Gesellschaft neu zu erwerbenden Vermögensgegenstände im Sinne des §231 Absatz 1 vor ihrem Erwerb von einem Sachverständigen im Sinne des § 250 Absatz 4 Satz 2 bewertet werden,*

*2. der Sachverständige nicht zugleich einem von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss angehört und“*

Begründung:

Anpassung an § 68 Abs.5 Satz 1 Nummer 1 InvG. Für den Ankaufssachverständigen müssen aus Gründen des Anlegerschutzes die gleichen Anforderungen wie nach § 68 Abs. 2 Satz 3 und Abs. 5 Satz 1 Nummer 1 InvG gelten.

**V. § 236 Abs. 2 Wertermittlung der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft**

Es wird angeregt, § 236 Abs. 2 wie folgt zu ändern:

*„Bei der Wertermittlung ist von dem letzten mit dem Bestätigungsvermerk eines Abschlussprüfers versehenen Jahresabschluss der Immobilien-Gesellschaft auszugehen. Liegt der Jahresabschluss mehr als drei Monate vor dem Bewertungsstichtag, ist von den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der Immobilien-Gesellschaft auszugehen, die in einer vom Abschlussprüfer geprüften aktuellen Vermögensaufstellung nachgewiesen sind. Für die Bewertung gilt § 248 Absatz 4 mit der Maßgabe, dass die im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem Sachverständigen im Sinne des § 250 Absatz 4 Satz 2 festgestellt wurde.“*

Begründung:

Anpassung an § 70 Abs. 2 Satz 1 InvG. Die Bewertung einer Immobilie kann nicht davon abhängen, ob diese direkt oder indirekt (über die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft) gehalten wird. Ohne eine zwingende Bindung des Abschlussprüfers an den vom Ankaufssachverständigen ermittelten Wert der Immobilie würde eine Immobili-



lien-Beteiligung einer Private-Equity-Beteiligung an einem Unternehmen gleichgesetzt, ohne dem besonderen Charakter des Investitionersatzvehikels für die Direktanlage Rechnung zu tragen. Für den Ankaufssachverständigen müssen aus Gründen des Anlegerschutzes die gleichen Voraussetzungen wie nach § 68 Abs. 2 Satz 3 InvG gelten.

## **VI. § 236 Abs. 3 Wertermittlung durch Abschlussprüfer**

Es wird angeregt, § 236 Abs. 3 wie folgt zu ändern:

*„Der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft ist durch einen Abschlussprüfer im Sinne des § 319 Absatz 1 Satz 1 und 2 des Handelsgesetzbuches zu ermitteln. Für die Bewertung gilt § 248.“*

### Begründung:

Anpassung an § 70 Abs. 2 Satz 1 InvG. Die AIFMD sieht eine Beschränkung der Bewertung von Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften auf Abschlussprüfer nicht vor. Die deutsche Bundesregierung macht zutreffend von der Möglichkeit einer Verschärfung im Interesse des Anlegerschutzes nach Art. 43 (1) AIFMD Gebrauch. Die Regelung wer die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft zu bewerten hat, sollte allerdings nicht in § 250 sondern in § 236 erfolgen („...; Wertermittlung durch Abschlussprüfer“).

## **VII. § 248 Abs. 4 Sonderregeln für die Bewertung**

Es wird angeregt, § 248 Abs. 4 wie folgt zu ändern:

*„Der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft ist nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen allgemein anerkannten Grundsätzen zu ermitteln, wobei die im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem nach § 250 Absatz 1 von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss festgestellt wurde.“*

### Begründung:

Anpassung an § 70 Abs. 2 Satz 1 InvG. Die Bewertung einer Immobilie kann nicht davon abhängen, ob diese direkt oder indirekt (über die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft) gehalten wird, da die Immobilien-Gesellschaft nach der gesetzlichen Ausprägung einen Investitionersatz-Charakter für die Direktanlage hat. Ohne eine Bindung des Abschlussprüfers an den vom externen Bewerter ermittelten Wert der Immobilie würde eine Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft bewertungstechnisch einer Private-Equity-Beteiligung gleichgesetzt. Die Ableitung der Erträge würde nicht mehr auf der Basis marktüblich nachhaltig erzielbarer Erträge sondern nach prognostischen Ertragsersparungen über Planungsperioden erfolgen (DCF-Unternehmensbewertung). Die Kapitalisierungszinssätze würden nicht mehr allein aus dem Immobilienanlagemarkt sondern maßgeblich aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden. Der Produktcharakter würde sich allein bewertungstechnisch bedingt - abhängig von der Beteiligungsquote - von einem substanzbasierten Immobilienanlageprodukt zu einer volatilen unternehmerischen Beteiligung im Sinne eines Real Estate Private Equity

Fonds verändern. Bei Einführung einer jährlichen bzw. durch § 251 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E quartalsweisen DCF-Unternehmensbewertung und einer täglichen Bewertung der Beteiligung anhand der Vermögensaufstellungen zum Zweck der laufenden Anteilpreisermittlung käme es zudem materiell und formell zur Anwendung von zwei unterschiedlichen Bewertungsregimen mit der Gefahr einer Schädigung der vor der nächsten DCF-Unternehmensbewertung ein- und austiegenden Anleger.

### **VIII. § 249 Abs. 1 Sonderregeln für das Bewertungsverfahren**

Es wird angeregt, § 249 Abs. 1 ersatzlos zu streichen:

#### Begründung:

Eine gesetzliche Regelung zu Objektbesichtigungen ist nicht erforderlich. Bestimmungen zu Umfang von Besichtigungen (abhängig von der Objektgröße) und Anlass (Erst-/ Folgebewertung) sollten nach § 250 Abs. 2 Satz 3 Nr. 5 wie nach § 77 Abs. 1a Satz 3 Nr. 5 InvG in der Mustergeschäftsordnung geregelt werden. Die Entscheidung, ob eine Objektbesichtigung im Einzelfall erforderlich ist, muss aus fachlichen und haftungsrechtlichen Gründen dem freien Sachverständigenermessen obliegen.

### **IX. § 250 Sonderregeln für den Bewerter**

Es wird angeregt, § 250 wie folgt zu ändern:

*„§ 216 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass*

*(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat einen oder mehrere Sachverständigenausschüsse zu bilden. Der Sachverständigenausschuss ist in den durch dieses Gesetz oder die Anlagebedingungen bestimmten Fällen für die Bewertung von Vermögensgegenständen zuständig. Der Sachverständigenausschuss übt seine Tätigkeit unabhängig von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft aus, insbesondere dürfen Vertreter der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht an den Sitzungen des Sachverständigenausschusses teilnehmen.*

*(2) Ein Sachverständigenausschuss besteht aus drei Sachverständigen, die als Hauptgutachter oder Nebengutachter an der Bewertung von Vermögensgegenständen mitwirken. Die Zusammensetzung eines Sachverständigenausschusses und dessen Tätigkeit sind von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft durch eine Geschäftsordnung festzulegen, deren Muster mit der Bundesanstalt abzustimmen ist. Die Geschäftsordnung hat mindestens zu regeln:*

- 1. die Berufung und Abberufung von Mitgliedern,*
- 2. die Anzahl, Zusammensetzung, Aufgaben und Beauftragung der Ausschüsse,*
- 3. dass der Wertermittlung ein geeignetes, am jeweiligen Anlagemarkt anerkanntes Wertermittlungsverfahren oder mehrere dieser Verfahren zugrunde zu legen sind und die Wahl des Verfahrens zu begründen ist,*

4. dass dem Sachverständigenausschuss von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft alle zur Bewertung erforderlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt werden,
5. die Teilnahme der Sachverständigen an einer Objektbesichtigung,
6. die Gliederung der Bewertungsgutachten und
7. die Beschlussfassung.

Nach der Geschäftsordnung muss gewährleistet sein, dass kein Ausschussmitglied mehr als zwei Jahre als Hauptgutachter an der Bewertung desselben Vermögensgegenstandes mitwirkt.

(4) Die Mitglieder des Sachverständigenausschusses werden von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellt. Die Bestellung setzt voraus, dass der Sachverständige unabhängig, unparteilich und zuverlässig ist sowie angemessene Fachkenntnisse und ausreichende praktische Erfahrungen hinsichtlich der von ihm zu bewertenden Immobilienart und des jeweiligen regionalen Immobilienmarktes nachweist. Ein Sachverständiger darf für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu derselben Zeit nur in einem ihrer Sachverständigenausschüsse und nur bis zum Ablauf des zweiten auf seine erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres tätig sein. Dieser Zeitraum verlängert sich anschließend bis zu drei Mal um jeweils ein weiteres Jahr, wenn

1. die Einnahmen des Sachverständigen aus seiner Tätigkeit als Mitglied eines Sachverständigenausschusses oder aus anderen Tätigkeiten für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in dem Jahr, das dem letzten Jahr des jeweils gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums vorausgeht, 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben;
2. der Sachverständige gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im letzten Jahr des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums eine entsprechende Erklärung im Sinne der Nummer 1 abgibt.

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf einen Sachverständigen erst nach Ablauf von zwei Jahren seit Ende des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums erneut als Mitglied eines ihrer Sachverständigenausschüsse bestellen. Als Sachverständiger kann auch ein Angehöriger eines Zusammenschlusses von Sachverständigen unabhängig von der Rechtsform des Zusammenschlusses bestellt werden, wenn in Bezug auf diesen Angehörigen die Voraussetzungen nach Satz 2 erfüllt sind; die Sätze 3 bis 5 gelten für diesen Angehörigen entsprechend. Die Bestellung eines Angehörigen eines Zusammenschlusses von Sachverständigen ist nur zulässig, wenn im Gesellschaftsvertrag oder in der Satzung des Zusammenschlusses sowie durch geeignete Organisationsmaßnahmen die Weisungsfreiheit, die Unabhängigkeit und die Unparteilichkeit der Sachverständigen sichergestellt und Interessenkonflikte auf Grund sonstiger Tätigkeiten des Zusammenschlusses ausgeschlossen sind.

(5) Die Bestellung ist der Bundesanstalt anzuzeigen; das Vorliegen der Voraussetzungen nach Absatz 2 ist hierbei darzulegen. Wenn diese Voraussetzungen fehlen oder wegfallen, kann die Bundesanstalt verlangen, dass ein anderer Sachverständiger bestellt wird."

Begründung:

Anpassung an § 77 InvG. Nach dieser Vorschrift gilt bei der Bewertung der Immobilien offener Fonds das bewährte Kollegialprinzip. Dabei kontrollieren zwei Nebengutachter die Arbeit des Hauptgutachters. Zudem werden im Investmentgesetz vergleichsweise hohe Anforderungen an die Qualifikation der Bewerter gestellt. In § 77 Abs. 1a Satz 4 und Abs. 2 sind eine regelmäßige Rotation, eine Einnahmengrenze, die unbeschränkte persönliche Haftung aller Mitglieder und ein Ausschluss jeglicher Interessenkonflikte vorgesehen. Sollte das KAGB in seiner derzeitigen Form in Kraft treten, würde das bei offenen Immobilienfonds erreichte Schutzniveau erheblich absinken. Zur Vorteilhaftigkeit des Kollegialentscheids iSd § 77 InvG gegenüber einem Einzelentscheid in der Bewertung wird auf das als **Anlage 5** beigefügte Gutachten der IREBS Bezug genommen.

**X. § 251 Abs. 2 Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung**

Es wird angeregt, § 251 Abs. 2 wie folgt zu ändern:

*„(2) Absatz 1 gilt entsprechend für die Bewertung der im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien durch den Sachverständigenausschuss nach § 250 Absatz 1.“*

Begründung:

Es handelt sich um eine Folgeänderung zu § 250.

**XI. § 260 Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 2 Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen**

Es wird angeregt, § 260 Abs. 1 Nr. 2 und Abs. 2 wie folgt zu ändern:

*„2. die Gegenleistung den vom Sachverständigenausschuss im Sinne des § 250 Absatz 1 ermittelten Wert nicht oder nicht wesentlich unterschreitet.*

*(2) Von der Bewertung durch den Sachverständigenausschuss kann abgesehen werden, wenn“*

Begründung:

Es handelt sich um Folgeänderungen zu § 250.

**XII. § 261 Abs. 5 Ankaufsbewertung von Sachwerten**

Es wird angeregt, § 261 Abs. 5 wie folgt zu ändern:

*„(5) In einen Vermögensgegenstand im Sinne des Absatzes 1 Nummer 1 darf nur investiert werden, wenn er zuvor von einem Sachverständigen bewertet wurde, der die Anforderungen des § 250 Absatz 4 Satz 2 erfüllt und der nicht zugleich einem von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss angehört,*

*und die aus dem geschlossenen inländischen Publikums-AIF zu erbringende Gegenleistung den ermittelten Wert nicht oder nur unwesentlich übersteigt.“*

Begründung:

Der Ankauf einer Immobilie ist die zentrale Weichenstellung für die spätere Fondsentwicklung. Aufgrund der Beschränkung auf ein oder nur wenige Objekte sogar in einem noch größeren Ausmaß als bei Offenen Immobilienfonds. Der Kauf eines beispielsweise mit versteckten Mängeln behafteten Objektes oder ein überteuerter Einkauf schädigen unmittelbar das Vermögen der Anleger. Aus diesem Grund sollten für den Ankaufssachverständigen die Bestimmungsvoraussetzungen nach § 250 Abs. 4 Satz 2 gelten.

### **XIII. § 261 Abs. 6 Satz 1 Ankaufsbewertung bei Beteiligungserwerben**

Es wird angeregt, § 261 Abs. 6 Satz 1 wie folgt zu ändern:

*„(6) Vor der Investition in einen Vermögensgegenstand im Sinne des Absatzes 1 Nummer 2 bis 6 ist der Wert der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 durch einen Abschlussprüfer im Sinne des § 319 Absatz 1 Satz 1 und 2 des Handelsgesetzbuches zu ermitteln, wobei im Fall des Erwerbs an Anteilen oder Aktien einer Gesellschaft im Sinne des Absatz 1 Nummer 3 die im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Gesellschaft ausgewiesenen Sachwerte mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem Sachverständigen festgestellt wurde, der die Anforderungen des § 250 Absatz 4 Satz 2 erfüllt und der nicht zugleich einem von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss angehört, und die aus dem geschlossenen inländischen Publikums-AIF zu erbringende Gegenleistung den ermittelten Wert nicht oder nur unwesentlich übersteigt.“*

Begründung:

Die Bewertung eines Sachwertes im Sinne des § 261 Abs. 1 Nr. und Abs. 2 kann nicht davon abhängen, ob dieser direkt oder indirekt (über die Beteiligung an einer Gesellschaft) gehalten wird, da die Gesellschaft im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 3 nach ihrer gesetzlichen Ausprägung einen reinen Investitionersatz-Charakter für die Direktanlage hat. Ohne eine Bindung des Abschlussprüfers an den vom Sachverständigen ermittelten Wert des Sachwertes würde eine Beteiligung an einer Gesellschaft im Sinne des § 261 Abs. 1 Nr. 3 bewertungstechnisch einer Private-Equity-Beteiligung gleichgesetzt. Es gelten insoweit die gleichen Erwägungen wie zu § 249 bei Beteiligungen von Offenen Immobilienfonds. Aus Gründen des Anlegerschutzes und eines ausreichenden Level Playing Field zwischen Offenen Immobilien-Publikumsfonds und geschlossenen Publikums-AIF sollten nur Abschlussprüfer im Sinne des § 319 Abs. 1 Satz 1 und 2 HGB Beteiligungen nach § 261 Abs.1 Nr. 2 bis 6 bewerten dürfen.

### **XIV. § 271 Abs. 2 Objektbesichtigung**

Es wird angeregt, § 271 Abs. 2 ersatzlos zu streichen:

Begründung:

Eine gesetzliche Regelung zu Objektbesichtigungen ist nicht erforderlich. Bestimmungen zum Umfang von Besichtigungen (z. B. abhängig von der Objektgröße) und dem Bewertungsanlass (Erst-/Folgebewertung) sollten nach § 250 Abs.3 Nr. 5 untergesetzlich in der Bewertungsrichtlinie der KVG (Mustergeschäftsordnung) geregelt werden. Die Entscheidung, ob eine Objektbesichtigung im Einzelfall erforderlich ist, muss aus fachlichen wie haftungsrechtlichen Gründen abschließend dem freien Sachverständigenmessen des Bewerter obliegen.

**XV. § 271 Abs. 4 Anforderungen an Bewerter**

Es wird angeregt, § 271 Abs. 4 wie folgt zu ändern:

*„Für die Anforderungen an den Bewerter, die Pflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bei der Bestellung eines Bewerter sowie die Rechte der Bundesanstalt mit Blick auf den Bewerter gilt § 250 entsprechend.“*

Begründung:

Für den Bereich der geschlossenen Publikumsfonds sollten für die jährliche Regelbewertung die gleichen Anforderungen wie bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds gelten. Eine unabhängige Asset-Bewertung ist auch die Grundlage für eine ordnungsgemäße NAV-Ermittlung bei geschlossenen Publikumsfonds. Diese ist wiederum die Grundlage für die Information der Anleger über den Wert ihrer Substanz basierten Anlage. Erst wenn die Anleger und ihre Berater ein annähernd realistisches Verständnis vom Wert ihrer Beteiligungen haben, ist eine anlage- und anlegergerechte Beratung mit Blick auf die Allokation des Gesamtvermögens überhaupt möglich. Darüber hinaus ist eine unabhängige NAV-Ermittlung, die auf einer unabhängigen Asset-Bewertung beruht, ein wichtiges Preissignal für einen funktionierenden Zweitmarkt. Eine unabhängige Asset-Bewertung ist auch maßgeblich für das jeweils aktuelle Loan-To-Value-Verhältnis und eine etwaige Überschuldung der Investment-KG/AG. Die Kosten einer externen Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss sind bei gleicher Qualifikation sogar geringer als bei einem internen Bewerter (**Anlage 6**), sodass aus Sicht der Anleger eine unabhängige Asset-Bewertung durch einen fachlich überlegenen Kollegialentscheid auch bei geschlossenen Publikumsfonds ausschließlich vorteilhaft ist.

ANZEIGE



UNTERNEHMEN | 07.01.2013

## WGF: Fachanwalt warnt vor "Wert-Illusionen"

VON **MONIKA LEYKAM**

Für die Hypothekenanleihen der WGF waren Ende 2012 nur noch 15 Grundschulden bestellt. Fünf davon entfallen auf Projektentwicklungen. Das geht aus einer Aufstellung der Kanzlei Hoffmann Liebs Fritsch & Partner hervor, die als Treuhänder für die bestellten Grundschulden fungiert. Um welche verbliebenen Objekte es sich genau handelt, geht aus der Liste nicht hervor - das würde "die Vermarktung der Immobilien erschweren und das Werterhaltungsinteresse der Anleger beeinträchtigen", schreibt die Kanzlei. Den relativ bescheidenen Umfang der Liste der verbliebenen Grundschulden erklärt HLFP mit Immobilienverkäufen, die die WGF im Laufe des vergangenen Jahres durchgeführt hat.

Als nächste Etappe im WGF-Insolvenzverfahren gilt die Gläubigerversammlung. Nach Schätzung des Fachanwalts Julius Reiter von der Kanzlei Baum, Reiter & Kollegen wird diese aber frühestens Ende März stattfinden. Um ihre Interessen besser durchzusetzen, rät Reiter allen betroffenen Kleinanlegern, sich zusammenzuschließen und anwaltlich kompetent vertreten zu lassen. Reiter warnt die Geschädigten zugleich vor "allzu großen Illusionen über die erzielbaren Werte" bei der Verwertung der Sicherheiten. "Wir erleben derzeit einen Preis-Boom bei Immobilien in Deutschland - allerdings nur im besten Qualitätssegment. Dem gehören die WGF-Objekte ganz offensichtlich nicht an, sonst wäre in der Bilanz 2011 das Anlagevermögen der WGF nicht um ca. 35% abgewertet worden", so Reiter. Er kritisiert in diesem Zusammenhang auch die Arbeit der zuvor für die Portfoliobewertung mandatierten Gutachter. Die schienen lange Zeit "auf Zuruf gearbeitet" zu haben.

*Das Interview mit Fachanwalt Julius Reiter [lesen Sie hier](#).*

## Fairvesta: Renditen aus der Black Box

VON MONIKA LEYKAM

**Kennen Sie fairvesta? Nein? Sollten Sie aber: Schließlich hat das Emissionshaus aus Tübingen im Jahr 2011 mit Immobilienfonds und -anleihen satte 174 Mio. Euro Eigenkapital platziert. 12% Rendite pro Jahr stellt die fairvesta ihren Anlegern in Aussicht. Qualitätsimmobilien - aber in Massen eingekauft zu Schnäppchenpreisen und einzeln weiterverkauft mit hohen Gewinnspannen - sollen das möglich machen. Das klingt nach einer Zauberformel. Und macht Experten skeptisch.**



Ein fairvesta-Fonds ist für Außenstehende eine Black Box. Anleger dürfen aber alle Unterlagen einsehen. Und der Vertrieb scheint unter dem Blind-Pool-Konzept auch nicht zu leiden. Fairvesta stand 2011 in der Spitzengruppe der VGF-Platzierungsliste.

Bild: Fotolia.de/picsfive

Seit genau zehn Jahren ist fairvesta mit eigenen Anlageprodukten am Markt, zehn Publikumsfonds wurden seitdem aufgelegt. fairvesta wirbt mit der Formel "attraktive Rendite bei geringem Risiko" und ist damit bei den Anlegern extrem erfolgreich (siehe Kasten "Der Vertrieb brummt"). Laut Eigendarstellung haben die Fonds jedes Jahr zweistellige Renditen erwirtschaftet, die Leistungsbilanz nennt Werte zwischen 10,6% und 17,4%. Wie schafft man das, fragt sich neidvoll der Immobilienprofi, der es mit Wohn- und Gewerbeimmobilien üblicherweise nach Kosten mühsam auf eine Gesamrendite von 5% bis 7% p.a. bringt.

Die fairvesta-Zauberformel klingt ganz einfach: billig einkaufen, teurer verkaufen. Die billigen Einkaufspreise verdanke man diversen "Sondersituationen", z.B. Bankverwertungen, Zwangsversteigerungen oder Erbstreitigkeiten, bei denen die Konditionen weit unter Marktniveau lägen. Verkauft werde dagegen am regulären Transaktionsmarkt, an Einzelinvestoren und natürlich zum normalen Verkehrswert. Laut Einkaufsvorgaben darf der aktuelle Fonds Mercatus X seine Immobilien nur zu 65% des gutachterlichen Verkehrswerts erwerben. Ein Weiterverkauf zum Verkehrswert brächte einen Gewinn

von ca. 50% aufs eingesetzte Eigenkapital - und die Fonds arbeiten in der Regel komplett ohne Darlehen. Das Geld wird vorher via Blind-Pool bei Kleinanlegern eingesammelt. Dank schnellem Immobilienumschlag alle zwei bis drei Jahre soll das Kapital immer wieder reinvestiert werden, um neue Handelsgewinne zu realisieren.

Ausschüttungen sind niedriger als Renditen

Für ihr eingezahltes Geld sollen die Anleger im neuesten fairvesta-Fonds Mercatus X eine Rendite von über 13% p.a. erhalten (siehe Kasten: "So rechnen sich fairvesta-Fonds"). Aber erhalten sie die wirklich? Zunächst einmal nein: Kassieren kann der Zeichner des Fonds in den ersten Jahren de facto höchstens 6,5% p.a. Diese "gewinnunabhängige Entnahme" gibt es ab dem ersten Jahr aber auch nur für die, die sich mindestens zehn Jahre an den Fonds binden. Wer dagegen nur für fünf Jahre fest abschließt, erhält erst einmal gar nichts. Erst im sechsten Jahr kann er die 6,5% Auszahlung auf sein Kapitalkonto beanspruchen.

Die volle Wertentwicklung realisiert der Zeichner erst dann, wenn er seine Beteiligung kündigt und sich auszahlen lässt. Komplette aufgelöst wurde im fairvesta-Universum jedoch erst eine rund 10 Mio. Euro kleine Beteiligung. Aus älteren Fonds wurde bislang rund jeder vierte Anleger ausbezahlt, auf die Endabrechnung eines größeren Fonds wird man aber noch warten müssen. "Aufgrund der positiven Ergebnisse der Fonds ist erfahrungsgemäß nicht mit einer baldigen Auflösung zu rechnen", so ein Unternehmenssprecher. Die kleineren Fonds werde man spätestens dann auflösen, wenn sie durch das Ausscheiden von zu vielen Anlegern nicht mehr genügend Masse haben, um wirtschaftlich arbeiten zu können.

"Unsere großen Fonds werden lange laufen", erwartet Otmar Knoll. Knoll ist Vertriebsleiter bei fairvesta, außerdem Leiter des Immobilienan- und -verkaufs und als federführender Asset-Manager entscheidend in die strategische Steuerung der fairvesta-Fonds involviert. Er entscheidet, wann ein Fonds aufgelöst wird.

Nach Ankauf werden Immobilien sofort aufgewertet

Bis dahin sehen die Anleger beeindruckende Jahres-Performancewerte, die allerdings zum Teil reine Einwertungsgewinne dar-



stellen. Basis ist das Verkehrswertgutachten des beauftragten Sachverständigen - es dient als Messlatte für den Einkauf "unter Verkehrswert". Direkt nach Kauf fließen die Immobilien in die Vermögensaufstellung für den Anleger zum vollen, vom Gutachter errechneten Verkehrswert ein - eine Wertsteigerung quasi über Nacht. "fairvesta kauft immer viel günstiger ein als zu normalen Marktbedingungen", erklärt Knoll. Welchen Anteil die Bewertungsgewinne am Gesamtvermögen des Anlegers haben, geht aus der Leistungsbilanz nicht hervor.



Otmar Knoll  
Bild: FAIRVESTA

Immobilien, die aus Notverkäufen stammen, die aber wertmäßig gar keine Notverkaufspreise rechtfertigen - gibt es das? Ja, lächelt Otmar Knoll. Die fairvesta-Objekte hätten in der Regel gute Bausubstanz, ein Durchschnittsalter von weniger als zwölf Jahren, gute Lagen und Mieter mit guter Bonität. Das stelle man durch vorangehende Standort- und Marktanalysen sicher.

Warum aber landen solche Top-Objekte trotzdem in der Zwangsverwertung, mag man da fragen? "Dass eine Notlage besteht, heißt doch nicht, dass an der Immobilie etwas verkehrt ist", widerspricht Knoll. "Wenn wir z.B. einen Edeka in einer Kleinstadt kaufen, schauen wir uns nicht nur das Center selbst an, sondern auch die Wettbewerber vor Ort. Oft zeigt sich: Dieser Edeka ist der am besten laufende Supermarkt im Landkreis. Dann kaufen wir."

Knoll zufolge sind etwa 80% der übernommenen Objekte in so gutem Zustand, dass man dort vor dem Weiterverkauf kaum investieren müsse. Wertschöpfung erreichen, ohne Geld in die Hand nehmen zu müssen? Solche Versprechungen stimmen andere Experten misstrauisch. Der Chef eines auf Handelsobjekte spezialisierten Investors berichtet von einem Investitionsbedarf von zwei bis drei Jahresmieten bei Märkten aus Bankverwertungen. "Nur dann spielt der Ankermieter bei der Vertragsverlängerung mit und es lässt sich eine Wertsteigerung realisieren. Ohne viel Aufwand hier Gewinne zu verbuchen, halte ich für unmöglich - solche risikolosen Arbitrage-Geschäfte sind mir in der Praxis leider noch nie begegnet." Ein anderer Player aus dem Einzelhandelsbereich erinnert sich an ein fairvesta-Verkaufsangebot. Der Standort habe überzeugt, das Objekt selbst sei baulich jedoch nur sehr schlecht nutzbar gewesen und der Mieter mit dem Gebäude sehr unzufrieden. "Das Konzept, ein Handelsobjekt zum Faktor 8 zu kaufen und zu 11 bis 12 weiterzuverkaufen, kann grundsätzlich funktionieren, das schafft man bereits durch eine Verlängerung der Mietlaufzeit", sagt er. "Wer an regionale Privatanleger weiterverkauft, erreicht vielleicht sogar den Exit zum Faktor 13. Aber der Prozess ist sehr aufwendig - in personeller wie in technischer Hinsicht."

Sanierungsbedürftig oder mit einem preisdrückenden Reparaturstau behaftet dürfen die von fairvesta-Fonds erworbenen Objekte erst gar nicht sein, auf diese Vorgabe weisen zumindest Unternehmensvertreter gerne und häufig hin. Im Kleingedruckten der Prospekte von Mercatus X (und dem Vorgängerfonds) steht das jedoch etwas anders. Demnach darf der ermittelte Instandsetzungsaufwand durchaus bis zu 50% des Kaufpreises betragen. Diese Möglichkeit habe man sich aber nur vorsorglich für einzelne Ausnahmesituationen vorbehalten, wiegelt Knoll ab.

Wer verkauft gute Immobilien zu Schnäppchenpreisen?

fairvesta handelt querbeet: mit Wohn- und Geschäftshäusern in Mittelstädten, mit Bürohäusern in Berlin-Wilmersdorf, Magdeburg oder Hechingen und mit Fach- und Supermärkten in Provinznestern wie Espelkamp, Sondershausen und Unterlüß. Wie gut die Gesamtqualität des Portfolios ist, können Außenstehende nicht nachprüfen, vollständige Objektlisten sind nicht zugänglich. Die fairvesta-Homepage zeigt zwar diverse Objektbeispiele, einige eher unansehnliche Gebäude sind jedoch in den letzten Wochen von der Referenzliste verschwunden. Unter anderem auch zwei Mietwohnblocks in Cölpin und Crivitz, mit deren Lage und Vermietungsstand sich das Magazin Procontra sehr kritisch beschäftigt hatte.

Wer ist es eigentlich, der gezwungen ist, fairvesta "Qualitätsimmobilien in guter Lage" zum Schnäppchenpreis zu verkaufen? Ausländische Banken oder deutsche Großbanken, erklärt Otmar Knoll - Banken, die Portfolios zu hoch finanziert hätten und unter Abwicklungsdruck stünden. "Wir arbeiten ohne Fremdkapital, das erhöht unseren Spielraum im Wettbewerb mit klassischen Opportunisten. Während andere monatelang versuchen, eine Finanzierung zu organisieren, machen wir uns lieber die Mühe, drei Tage lang alle Objekte genau zu prüfen. Dann geben wir ein Angebot ab. Und die Bank muss kräftig ausbuchen."

"Mittelfristig wollen wir 1 Mrd. Euro pro Jahr drehen"

Für rund 300 Mio. Euro hat die fairvesta-Gruppe 2011 Immobilien umgesetzt, davon ca. zwei Drittel im Ankauf, den Rest im Verkauf. Das macht rechnerisch ca. 1,2 Mio. Euro Immobilienumsatz pro Arbeitstag und Jahr und dürfte Mitarbeiter und Dienstleister des Konzerns gewaltig auf Trab gehalten haben. Wie lässt sich das Geschäft mit Billig-Immobilien so skalieren, dass solche Volumina überhaupt gedreht werden können?

Dafür sorgen rund 25 hausinterne Mitarbeiter und 60 bis 70 Makler, die als "spezialisierte Zuträger" für die Gruppe arbeiten. Diverse Verbindungen zu Gutachtern sorgen für weitere Einkaufstipps. "Wenn wir in dem Tempo weiterwachsen, werden wir mittelfristig bis zu 1 Mrd. Euro jährlich drehen - natürlich mit entsprechend mehr Personal", freut sich Knoll.

Meist erwerbe man von den Banken kleine Pakete, die man anschließend an private oder institutionelle Investoren weitergebe. Zwischen 90% und über 100% der Verkehrswerte würden dabei erreicht. "Wir müssen z.B. für 30 Mio. Euro mehrere Objekte im Portfolio kaufen, damit der Einzelinvestor dann z.B. für 3 Mio. Euro ein Einzelobjekt kaufen kann", erklärt Knoll. Für den könne das trotzdem noch ein gutes Geschäft sein. Im thüringischen Schlotheim habe man kürzlich Wohnungen zu 230 Euro bis 250 Euro/m<sup>2</sup> übernommen und für 480 Euro/m<sup>2</sup> an einen Privatmann weiterverkauft. Dem winke nun immer noch eine laufende Rendite von mindestens 7,5%. "Aktuell können wir für weniger als 60% des Verkehrswerts einkaufen, daher können wir auch die Weiterverkaufspreise entsprechend günstig gestalten."

In der Branche erntet so viel Zuversicht über die Marktgängigkeit übernommener Immobilien Skepsis. Ein Bankmanager erinnert sich: "Wir haben der fairvesta einmal etwas billig verkauft, wir wurden auch korrekt bezahlt - aber das Gebäude war eben auch nichts wert." Einen profitablen Weiterverkauf des Objekts halte er für schwierig.

Ein Vertreter eines bundesweiten Asset-Managers weist auf das Grundproblem hin, das jeder Investor lösen muss, wenn er Portfolios übernimmt: "Pakete haben immer ein paar Filetstücke, die man schnell wieder rausdrehen kann. Aber es sind immer auch Objekte dabei, die viel Arbeit machen. Hier muss man einiges an Geld investieren und neue Konzepte entwickeln. Wer diese Assets nur liegen lässt und auf reines Durchhandeln setzt, muss bald neue Portfolios zukaufen, damit er wieder etwas Neues zum Drehen hat." Zurück bleibe zwangsläufig ein wachsender Bestand an unvermarktbar Restanten. "Profi-Anlegern wäre eine Risikoprämie von 12% für so ein Geschäftsmodell zu niedrig", sagt der Experte.

Um die Geschäfte der fairvesta komplett zu verstehen, gibt es nur einen Weg: Selbst einen Fondsanteil an der "Black Box" zeichnen. Einen bereits investierten Anleger zu fragen, würde nämlich nichts bringen: Der ist per Vertrag zum Schweigen verdammt.

Wer fairvesta-Fonds zeichnet, muss schweigen

Wer sich z.B. am Mercatus X beteiligt, unterschreibt unter § 13 auch eine "Besondere Geheimhaltungsverpflichtung". Alle Gesellschafter verpflichten sich zu "absolutem Stillschweigen gegenüber Dritten über alle ihnen im Zusammenhang mit ihrer Beteiligung bekannt gewordenen Geschäftsinterna". fairvesta zufolge bezieht sich diese Erklärung lediglich auf alles, was mit dem Immobilienhandel zu tun hat, und auf den besonderen Quellenschutz, den das Geschäft mit Bankverwertungen erfordere. "Man muss doch nicht Mieterträge, Handelsgewinne oder seine Einkaufsquellen an außenstehende Dritte veröffentlichen", rechtfertigt Knoll das Vorgehen.

Doch § 13 umfasst nicht nur die Immobiliengeschäfte des Fonds - also Kauf- und Verkaufspreise, Angebote, Vertragsparteien, Mietrenditen, Gutachten -, sondern viel mehr. So ist es dem Anleger ausdrücklich untersagt, Kontakt zu den Bewertern aufzunehmen - jenen Experten also, die mit ihren Verkehrswertgutachten die Basis für das Kapitalkonto der Anleger legen. § 13 gilt noch für drei Jahre nach Ende der Beteiligung. Bei Verstoß droht ein Bußgeld von 25.000 Euro für jeden einzelnen Fall der Zuwiderhandlung.

"Unsere Anleger werden vielleicht ein bisschen detaillierter informiert, als das bei anderen Fonds üblich ist. Als wir diese Klausel noch nicht hatten, wollten alle möglichen Fondszeichner dauernd mit unseren Gutachtern über die Werte diskutieren", erklärt Knoll. Zu Dutzenden seien sie vorstellig geworden, zum Teil sogar am Wochenende, sagt Knoll. Das sei den Gutachtern nicht zumutbar gewesen. "Außerdem würden wir mit den Mietern Probleme bekommen, wenn plötzlich ihre Mieten im Internet publiziert würden."

Im Gegenzug zur Geheimhaltungsklausel habe man die Kommunikation mit den Anlegern extrem verbessert. Anlegerbeiräte seien bei jedem Ankauf involviert und prüften den Deal vorab. Es gebe laufende uneingeschränkte Bucheinsicht durch den Anlegerbeirat und die Anleger selbst. Zusätzlich zur jährlichen Gesellschafterversammlung gibt es im gesamten europäischen Kundengebiet Informationsabende.

Anwälte heben dennoch verwundert die Brauen. Weder Mathias Nittel (Kanzlei Nittel) noch Peter Hahn (Hahn Rechtsanwälte) noch Alexander Heinrich (Tilp) sind je einer derart harten Klausel begegnet. "Die Regelung erscheint mir so weitreichend und schränkt die Kommunikationsmöglichkeiten der Anleger so stark ein, dass ich bezweifle, dass sie AGB-rechtlich wirksam ist", so die erste Einschätzung von Alexander Heinrich.

Auf Rechtsstreite zwischen Anlegern und fairvesta sind die Experten noch nie gestoßen. Auch sonst ist bei ihnen noch kein unzufriedener Zeichner aufgetaucht. Vielleicht haben die Tübinger ja doch den Stein der Weisen gefunden, wie man Kleinanlegern mit wenig Risiko hohe Renditen beschert - und wer dieses Geheimnis gelüftet hat, der hat sicher gute Gründe, es in einer Black Box zu hüten ....

## So rechnen sich fairvesta-Fonds - in echt und auf dem Papier

Der 10 Mio. Euro kleine fairvesta-Fonds Nr. 2 wurde als einziger bereits komplett durch Verkauf aller Immobilien aufgelöst. Er hatte den Anlegern nach fünf Jahren 12,37% p.a. gebracht. Ein ähnlich hohes Ergebnis wird den Zeichnern des aktuellen Mercatus X prognostiziert. Wer sein Geld hier fünf Jahre thesauriert, soll dafür bei prognosemäßigem Verlauf eine Wertentwicklung von 13,59% p.a. verbuchen können.

Zum Vermögen des Anlegers zählen die Ist-Mieterträge der Immobilien, Barmittel sowie realisierte Verkaufserlöse. Abgezogen werden Wertverluste, z.B. nach dem Auszug eines Mieters, die Weichkosten der Fonds und eine 4%ige Vermarktungspauschale. Auf dieser Basis werden Zeichner, die ihre Beteiligung nach Ablauf der Mindestanlagefrist kündigen, ausbezahlt.

Mercatus X bietet zwei Anlagevarianten. Wer sich zehn Jahre lang bindet, kann währenddessen aus dem eigenen Kapitalkonto "gewinnunabhängige Entnahmen" tätigen. Das Konto wird bei prospektgemäßem Verlauf jedes Jahr größer und ermöglicht in den ersten acht Jahren Entnahmen von bis zu 6,5% p.a. Danach steigt der mögliche Entnahmezins alle drei Jahre um einen Punkt.

Wer sich für fünf Jahre bindet, muss währenddessen komplett thesaurieren. Danach sind ebenfalls Ausschüttungen von anfangs bis zu 6,5% auf das thesaurierte Vermögen möglich. Macht z.B. das Kapitalkonto jedes Jahr 13,6% Plus, erhält er im sechsten Jahr (bei 6,5% Entnahme) eine Ausschüttung, die einer 12,3%-Rendite auf die Zeichnungssumme in Jahr eins entspricht. (mol)

## Der Vertrieb brummt - auch im Ausland

In den letzten Jahren hat sich fairvesta zum Senkrechtstarter der Fondsszene entwickelt. Binnen zehn Jahren konnte die Gruppe über 600 Mio. Euro Eigenkapital einwerben. Auf der Liste der platzierungsstärksten Initiatoren von Immobilienfonds lag fairvesta 2011 vor Jamestown, DFH und Hannover Leasing. Die Zeitschrift Cash setzte die Tübinger auf Platz eins ihrer Hitliste für Spezialvertriebe geschlossener Fonds. 22,65 Mio. Euro an Provisionserlösen erwirtschafteten die rund 700 Vermittler im letzten Jahr, fast 39% mehr als im Vorjahr. Für 2012 rechnet Otmar Knoll für fairvesta mit noch höheren Provisionserlösen.

Der aktuelle Fonds Mercatus X ist seit Februar im Vertrieb und hatte Anfang Juni bereits 45% seiner prospektierten 100 Mio. Euro Kommanditkapital platziert. Der Vorgängerfonds Mercatus IX erreichte 125 Mio. Euro, obwohl ursprünglich maximal 80 Mio. Euro geplant waren. fairvesta unterhält mittlerweile Niederlassungen in Paris, der Schweiz und Liechtenstein. Ca. 40% des vertriebenen Kapitals wurden in Österreich, der Schweiz und Frankreich eingesammelt. Die mehr als 10.000 Zeichner der fairvesta-Produkte sind im Branchenvergleich recht jung (44% sind maximal 50 Jahre alt) und legen hier mit ca. 54.000 Euro pro Kopf auch relativ viel Geld an.

2010 startete die erste Maximus-Immobilienanleihe, emittiert von der in Liechtenstein ansässigen Fairvesta Europe, und sammelte 13 Mio. Euro ein. Vor kurzem wurde die zweite Anleihe aufgelegt. Anleihen sollen zum zweiten Standbein ausgebaut werden, heißt es. Außerdem hofft man, via Liechtenstein künftig vermehrt mit institutionellen Investoren ins Geschäft zu kommen. (mol)

## IMMOBILIEN ZEITUNG

ANLAGEN | 14.02.2013

BERNHARD BOMKE

## Wer weiter trickst, gefährdet alle!



Bernhard Bomke.

Bild: IZ

**Kongressgänger, die nach dem VGF Summit 2013 noch kerngesund sind, überstehen auch die nächsten zwei Jahre. Die auf dem Branchentreff präsentierten miserablen Zahlen zum Platzierungsgeschäft bei geschlossenen Fonds kamen zwar nicht überraschend, sie waren dennoch nichts für zarte Gemüter. Auch 2013 und 2014 werden die Fondsmacher starke Nerven brauchen - ganz so, wie es viele Anleger geschlossener Fonds längst gewohnt sind, meint IZ-Redakteur Bernhard Bomke.**

Es war eine denkwürdige Veranstaltung, die VGF-Hauptgeschäftsführer Eric Romba vergangene Woche in Frankfurt am Main eröffnete. Er erklärte den VGF Summit 2013 vor neuer Rekordkulisse von mehr als 1.000 Besuchern zum letzten seiner Art, ist keineswegs sicher, dass seine Interessenvertretung auch nächstes Jahr noch Verband Geschlossene Fonds heißen wird, und stellte die schlechtesten Platzierungszahlen seiner Amtszeit vor. Wer noch einen Nachschlag in Verunsicherung brauchte, der bekam ihn.

Doch Romba bildete nicht nur den Frust seiner Mitglieder ab, er mühte sich auch um Zuversicht. Diese schöpfte er im Wesentlichen daraus, dass immer mehr institutionelle Investoren geschlossene Fonds als Anlageform entdecken. Zudem versuchte er, der von Privatanlegern in Form von Nichtbeachtung abgewatschten Beteiligungsbranche mit dem abermaligen Hinweis auf die mit der Regulierung verbundenen Chancen Optimismus zu verabreichen.

So sehr seine wiederholte Gleichung Regulierung+Sachwertanlage+mehr Vehikeltypen=Wachstum nach schnöder PR klingt, so sehr könnte seine Rechnung aufgehen. Sollte erstens die AIFM-Umsetzung zum 22. Juli 2013 tatsächlich in Kraft sein, was die meisten Experten erwarten, sollten zweitens Privatanleger auch weiterhin virtuell anmutenden Geldanlagen misstrauen und sollten drittens die Fondsiniiatoren die künftige AIFM-konforme Vielfalt der Vehikel aus Investment-KGs und Investments-AGs für ihre private und institutionelle Klientel zu nutzen verstehen, dann könnte den Emissionshäusern und ihren Vertriebsapparaten ein Comeback gelingen. Schließlich spricht wenig dafür, dass die Anleger ihren Reichtum plötzlich verjubeln oder ihr vieles Geld auf Sparkonten mit Zinsen von 0,3% p.a. versauern lassen. Wer seinen Wohlstand halten will, wird neben Gold, landwirtschaftlichen Flächen und vielleicht Schweizer Franken in Immobilien investieren - auf eigene Faust oder über ein Beteiligungsmodell, das zum Beispiel geschlossener Fonds heißt.

Nachdem die meisten Anleger zwar nicht weniger gierig, aber viel besser informiert sind als vor zehn oder 20 Jahren, bleibt den Emittenten nur eines: So sie noch Neugeschäft machen wollen, müssen sie Vertrauen aufbauen. Die Initiatoren, die einen sauberen Job machen und bei denen der Vertrieb ohnehin noch funktioniert, tun gut daran, das Vertrauen zu pflegen. Der Branche hilft nur die große Anstrengung, mit rigoroser Seriosität, guten Immobilien und brutalstmöglicher Offenheit im Umgang mit Fonds-Altlasten eine Grundlage dafür zu schaffen, dass Anleger ihr Geld geben. Und die seriösen Fondsmacher sollten sich eine Strategie dafür zurechtlegen, wie sie sich glaubhaft von den windigen Berufskollegen abgrenzen.

Wie sagte Scope-Chef Florian Schoeller? Er würde vier der zehn platzierungsstärksten Initiatoren des vergangenen Jahres sein Geld nicht anvertrauen. Das war ein Warnschuss, an den man sich lange erinnern wird. Er bedeutet auch dieses: Wer jetzt noch trickst, gefährdet die ganze Branche!

Schreiben Sie an [leserbrief \[at\] iz \[dot\] de](mailto:leserbrief[at]iz[dot]de)



## Bewertung durch Sachverständigenausschüsse

### Zur Vereinbarkeit von § 216 KAGB-E in der Fassung des Vorschlags des Bundesrats vom 1. Februar 2013 mit der Richtlinie 2011/61/EU (AIFM-Richtlinie)

– Entwurf vom 13. Februar 2013 –

#### I. Sachverhalt und Fragestellung

Wir wurden gebeten, zu der Frage Stellung zu nehmen, ob die Regelung zur Bewertung von Immobilien eines sog. Publikums-AIF durch einen Sachverständigenausschuss gemäß § 216 KAGB-E in der Fassung des Vorschlags des Bundesrats vom 1. Februar 2013 („**KAGB-BundesratE**“; BR-Drs. 791/12 (B)) im Grundsatz mit der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds vom 8. Juni 2011 („**AIFM-Richtlinie**“) vereinbar ist. Eine Prüfung der Richtlinienkonformität von § 216 KAGB-BundesratE im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung der Sachverständigenausschüsse im Einzelnen war nicht Gegenstand des Auftrags.

Hintergrund der Fragestellung ist der am 12. Dezember 2012 beschlossene Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie (BR-Drs. 791/12). Hinsichtlich der Bewertung von Vermögensgegenständen von offenen inländischen Publikums-AIF sieht der Regierungsentwurf in § 216 KAGB-E („**KAGB-RegE**“) in direkter Umsetzung von Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie vor, dass die Bewertung der Vermögensgegenstände *entweder* durch einen externen Bewerter *oder* von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft intern durchzuführen ist (§ 216 Abs. 1 Nr. und Nr. 2 KAGB-RegE). Zu diesem Entwurf hat der Bundesrat durch Beschluss vom 1. Februar 2013 (BR-Drs. 791/12 (B)) abweichend Stellung genommen und vorgeschlagen, § 216 KAGB-E dahingehend zu fassen, dass die Bewertung von Vermögenswerten in jedem Fall durch einen oder mehrere von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu bildende unabhängige Sachverständigenausschüsse durchzuführen sei. Hierzu soll der bisherige § 77 Investmentgesetz in § 216 KAGB-E übernommen werden (zur Begründung vgl. BR-Drs. 791/12 (B), S. 11).

#### II. Ergebnis

Die Regelung zur zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführenden Bewertung von Vermögensgegenständen eines Publikums-AIF gemäß § 216 KAGB-BundesratE ist im Grundsatz richtlinienkonform. Es ist dem nationalen Gesetzgeber nach unserer Einschätzung gemäß Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie prinzipiell gestattet, dem Verwalter eines Publikums-AIF eine zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführende Bewertung von Vermögensgegenständen vorzuschreiben, da hierin eine gegenüber der nach Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie bestehenden Wahlmöglichkeit zwischen interner und externer Bewertung *strengere* und daher gemäß Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie zulässige Regelung zu sehen ist. Auch das Prinzip, dass der AIFM für die Bewertung verantwortlich ist (Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie), verbietet es dem nationalen Gesetzgeber nicht, eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse vorzusehen. Ob die konkrete Ausgestaltung der Sachverständigenausschüsse, wie sie § 216 KAGB-BundesratE vorsieht, im Einzelnen den von der AIFM-Richtlinie vorgesehenen Mindestanforderungen genügt, war nicht Gegenstand dieses Kurzgutachtens.

### III. Rechtliche Bewertung

Für die aufgeworfene Frage der Richtlinienkonformität des § 216 KAGB-BundesratE ist maßgeblich, ob eine zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführende Bewertung von Vermögensgegenständen von Publikums-AIF dem Gebot der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht entspricht (Art. 288 Abs. 3 AEUV). Es ist zu prüfen, ob es dem nationalen Gesetzgeber gestattet ist, eine Beschränkung der nach der AIFM-Richtlinie eröffneten *Wahlmöglichkeit* zwischen interner und externer Bewertung von Vermögensgegenständen vorzunehmen (dazu 1.) und eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse vorzuschreiben (dazu 2.). Schließlich ist zu erörtern, ob in dem Zwang zur Durchführung einer Bewertung durch Sachverständigenausschüsse ein Verstoß gegen das Gebot der Verantwortlichkeit der AIFM gemäß Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie zu sehen ist (dazu 3.). Inwieweit der Vorschlag des Bundesrats auch für offene *Spezial-AIF* anwendbar ist, wäre gesondert zu prüfen (dazu 4.).

#### 1. Abweichung von der AIFM-Richtlinie durch Beschränkung der Wahlmöglichkeit des AIFM zwischen interner und externer Bewertung?

Ein Verstoß gegen die Verpflichtung des nationalen Gesetzgebers zur Umsetzung der Richtlinie (Art. 288 Abs. 3 AEUV) ist nicht darin zu sehen, dass § 216 KAGB-BundesratE die Bewertung durch Sachverständigenausschüsse *zwingend* vorschreibt und dem AIFM die Möglichkeit zur Wahl zwischen einer externen oder internen Bewertung nimmt.

Nach Art. 288 Abs. 3 AEUV sind die Mitgliedstaaten bei der Umsetzung von Richtlinien ins nationale Recht an die Ziele der Richtlinie gebunden, während sie hinsichtlich der Wahl und Form der Mittel über einen gewissen Umsetzungsspielraum verfügen.

Die Bewertung von Vermögensgegenständen von AIF ist in Art. 19 AIFM-Richtlinie geregelt. Gemäß Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie haben AIFM zu gewährleisten, dass die Bewertung entweder von einem externen Bewerter oder vom AIFM intern durchgeführt wird. Dabei überlässt es Art. 19 AIFM-Richtlinie dem AIFM zu entscheiden, welche Form der Bewertung (intern oder extern) als vorzugswürdig anzusehen ist. Von diesem Grundsatz der Wahlkompetenz des AIFM weicht § 216 KAGB-BundesratE insofern ab, als die Bewertungsmöglichkeit allein auf eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse begrenzt wird.

##### 1.1 § 216 KAGB-BundesratE als „strengere Regelung“ im Sinne von Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie

Eine derartige Verlagerung der Zuständigkeit zur Entscheidung über eine interne bzw. externe Bewertung auf den nationalen Gesetzgeber

erscheint jedoch angesichts des Art. 43 Abs. 1 der AIFM-Richtlinie möglich. Denn Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie regelt, dass es dem nationalen Gesetzgeber gestattet ist, Publikums-AIF strengerer Regelungen zu unterwerfen, als es im Hinblick auf nur an professionelle Anleger vertriebene AIF nach der AIFM-Richtlinie vorgesehen ist. Ermöglicht der europäische Gesetzgeber durch Aufnahme einer solchen Öffnungsklausel den Mitgliedstaaten eine weitergehende Regelung, so ist eine strengere Regelung zulässig, soweit sie im Übrigen mit den Zielen der Richtlinie vereinbar ist (vgl. nur EuGH, C-484/08 – Caja de Ahorros, Urt. v. 3.6.2010, EuZW 2010, 500 (501, Rz. 29) (zur Klauselrichtlinie) und allgemein Burmeister/Staebe, EuR 2009, 444 (446)).

Die Beschränkung auf Bewertungen durch Sachverständigenausschüsse ist unseres Erachtens strenger als die von der AIFM-Richtlinie vorgesehene Wahlmöglichkeit zwischen in- und externer Bewertung:

Zwar ließe sich auf den ersten Blick bezweifeln, ob in einer Beschränkung auf eine zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführende Bewertung eine Regelung zu erblicken ist, die strenger ist als eine Regelung, die eine Wahlmöglichkeit zwischen interner und externer Bewertung vorsieht. Denn Erwägungsgrund 29 der AIFM-Richtlinie formuliert, dass die AIFM „unter gewissen Bedingungen“ eine externe Bewertungsstelle zur Wahrnehmung der Bewertungsfunktion beauftragen „können sollten“. Hieraus könnte man schließen, die AIFM-Richtlinie betrachte eine externe Bewertung nur als gleichsam zweitbeste Lösung, die einer internen Bewertung nachstehe und daher auch nur „unter gewissen Bedingungen“ erlaubt sei. Eine Beschränkung nur auf externe Bewertungen wäre bei einer solchen Auslegung wohl nicht als (im Vergleich zur AIFM-Richtlinie) „strenger“ zu verstehen. Dies setzte jedoch bereits voraus, dass die im Sinne von § 216 KAGB-BundesratE von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu bildenden Sachverständigenausschüsse als „externe“ Bewerter im Sinne der AIFM-Richtlinie zu qualifizieren sind. Dies ist zweifelhaft, da Art. 19 Abs. 4 a) AIFM-Richtlinie für die Annahme eines „externen Bewerter“ verlangt, dass es sich um eine vom AIF und dem AIFM unabhängige natürliche oder juristische Person handelt. § 216 KAGB-BundesratE sieht hingegen vor, dass die Bildung, die Zusammensetzung und die Auflösung des Sachverständigenausschusses nach § 216 KAGB-BundesratE im Verantwortungsbereich der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft liegen. Daher könnte man den Sachverständigenausschuss als ein Organ der Kapitalverwaltungsgesellschaft ansehen, sodass entgegen Art. 19 Abs. 4 a) AIFM-Richtlinie eine Bindung mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft bestünde. Auf

der anderen Seite ist das wesentliche Kriterium und Leitbild für die Ausübung der Tätigkeit des Sachverständigenausschusses seine Unabhängigkeit von der Kapitalverwaltungsgesellschaft, damit eine objektive Wertermittlung frei von Interessen der Kapitalverwaltungsgesellschaft gewährleistet werden kann (§ 216 Abs. 1 Satz 2 KAGB-BundesratE). Der Sachverständigenausschuss soll gerade angesichts institutioneller Unabhängigkeit und Kollegialprinzips zu einem verstärktem Anlegerschutz führen, was nur bei einer von der Kapitalverwaltungsgesellschaft unabhängigen, in diesem Sinne externen Bewertung möglich ist (zur Einschätzung des Sachverständigenausschusses als externes Gremium vgl. auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Höscher/Archner, § 77 InvG, Rz.7).

Letztlich ist es jedoch nicht entscheidungsrelevant, ob der von § 216 KAGB-BundesratE vorgesehene Sachverständigenausschuss als interner oder externer Bewerter zu qualifizieren ist. Denn unabhängig davon, ob man den Sachverständigenausschuss als in- oder externen Bewerter versteht, wird durch den Zwang zur Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss die Entscheidungsfreiheit des AIFM beschränkt. Dem AIFM ist es nicht mehr möglich, zwischen in- und externer Bewertung zu wählen, wie es von Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie vorgesehen ist, sondern der nationale Gesetzgeber trifft bereits auf einer vorgelagerten Ebene die bindende Entscheidung, in welcher Form Bewertungen durchzuführen sind. Hierdurch wird der AIFM auf ein zwingendes, im Einzelnen konkret und detaillierter als in der AIFM-Richtlinie vorgesehen ausgestaltetes Bewertungsverfahren festgelegt, wobei diese Vorgaben (in Abweichung von der AIFM-Richtlinie) nicht die Bewertung durch einen Bewerter zulassen, sondern die Einsetzung eines Kollegiums zur Bewertung vorschreiben. Angesichts dieser Beschränkung der Wahlkompetenz des AIFM ist die Regelung des § 216 KAGB-BundesratE als „strengere“ Regelung im Sinne von Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie anzusehen, unabhängig davon, ob es sich um eine Beschränkung auf eine interne oder eine externe Bewertung handelt.

Die Annahme einer „strengeren“ Regelung wird auch aus der Entstehungsgeschichte der Richtlinie deutlich. Denn der Vorschlag für die AIFM-Richtlinie aus dem Jahr 2009 sah ursprünglich zwingend eine Bewertung durch eine unabhängige Bewertungsstelle vor (vgl. Art. 16 sowie Erwägungsgrund 13 des Vorschlags der Europäischen Kommission für die AIFM-Richtlinie vom 30. April 2009). Hiervon wich man im weiteren Entstehungsprozess der AIFM-Richtlinie bis zum heutigen Art. 19 AIFM-Richtlinie aufgrund von Eingaben aus Teilen der Fondsindustrie, die für eine Möglichkeit auch der internen Bewertung



votierten, dahingehend ab, dass nun durch Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie eine Wahlmöglichkeit zwischen interner und externer Bewertung eröffnet ist. Ursprünglich jedoch sah der Richtliniengeber die Bewertung durch eine vom AIFM unabhängige Bewertungsstelle als dem Anlegerschutz besser dienende Form der Bewertung an. Hieraus wird deutlich, dass die Bewertung durch eine vom AIFM unabhängige Bewertungsstelle, worunter der von § 216 KAGB-BundesratE vorgesehene Sachverständigenausschuss wohl grundsätzlich subsumiert werden könnte, vom Richtliniengeber nicht etwa als zweitbeste, sondern mindestens gleichwertige (wenn nicht gar an sich präferierte) Bewertung angesehen wird und eine Beschränkung auf eine nicht von der Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst durchzuführende Bewertung daher „strenger“ ist als die Eröffnung einer Wahlmöglichkeit.

#### 1.2 Vereinbarkeit von § 216 KAGB-BundesratE mit den Zielen der AIFM-Richtlinie im Übrigen

Die Beschränkung auf eine zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführende Bewertung steht auch im Übrigen gemäß Art. 288 Abs. 3 AEUV in Einklang mit den Zielen der AIFM-Richtlinie.

Die AIFM-Richtlinie zielt darauf ab, im Interesse des Anlegerschutzes gemeinsame Anforderungen für die Zulassung von und Aufsicht über AIFM festzulegen und einen harmonisierten und strikten Regulierungs- und Kontrollrahmen für die Tätigkeiten von AIFM innerhalb der EU herzustellen (vgl. Erwägungsgründe 2 und 4 der AIFM-Richtlinie). Im Hinblick auf die Bewertung von Vermögensgegenständen verlangt die AIFM-Richtlinie zur Erreichung eines effektiven Anlegerschutzes eine verlässliche und objektive Anlagebewertung. Eine solche Bewertung setzt die Unabhängigkeit der Bewertung und die Vermeidung von Interessenskonflikten sowie Verhinderung unzulässigen Einflusses voraus (vgl. Erwägungsgrund 29 der AIFM-Richtlinie).

Diese Ziele werden von § 216 KAGB-BundesratE angestrebt, da es dem BundesratE ausweislich seiner Begründung um Unabhängigkeit und Kompetenz der Bewerter geht und damit um die Gewährleistung des Anlegerschutzes. Diese Ziele finden ihren Niederschlag in Regelungen, die die Bewertung noch spezifischer regeln als die AIFM-Richtlinie dies vorsieht. Im Ergebnis findet sich daher der wesentliche Regelungsinhalt des Anlegerschutzes, der zur Umsetzung des Richtlinien-Ziels dient, in § 216 KAGB-BundesratE wieder.

#### 1.3 Zwischenergebnis vor dem Hintergrund weiterer Vorschriften des KAGB-RegE

Im Ergebnis besteht mithin eine Kompetenz des nationalen Gesetzgebers, statt der Wahlmöglichkeit zwischen interner und externer Bewertung eine zwingend durch Sachverständigenausschüsse durchzuführende Bewertung zu regeln, soweit die Bewertung von Vermögensgegenständen von Publikums-AIF betroffen ist.

Diese Einschätzung scheint grundsätzlich auch mit der Auffassung der Bundesregierung übereinzustimmen, da anhand anderer Vorschriften des KAGB-RegE deutlich wird, dass die Bundesregierung grundsätzlich eine Kompetenz des nationalen Gesetzgebers zur Beschränkung der Wahlmöglichkeit zwischen in- und externer Bewertung annimmt. Zwar ist die Einschätzung der Bundesregierung für die Auslegung der AIFM-Richtlinie nicht maßgeblich. Doch mag sie von der Bundesregierung herangezogene Argumente besser bewertbar machen:

Denn u. a. in § 250 KAGB-RegE ist ebenfalls eine Beschränkung der Wahlmöglichkeit des AIFM vorgesehen, wenn auch nicht für alle Publikums-AIF (wie im Entwurf des Bundesrats), sondern nur für Immobilien-Sondervermögen. Diese Regelung im Regierungsentwurf setzt voraus, dass die Bundesregierung eine Kompetenz des nationalen Gesetzgebers zur Beschränkung der Bewertungsmöglichkeiten bejaht. Die Bundesregierung begründet die Beschränkung auf eine externe Bewertung von Vermögensgegenständen bei Immobilien-Sondervermögen damit, dass hierdurch die Nutzung besonderer Kenntnisse und Erfahrungen von externen Sachverständigen ermöglicht werde, die Unabhängigkeit der Bewertungsfunktion gestärkt werde und mögliche Interessenskonflikte vermieden würden (BR-Drs. 791/12, S. 491). Hält es die Bundesregierung aus diesen Gründen für zulässig (und im Interesse des Anlegerschutzes auch für erforderlich), die grundsätzlich nach Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie bestehende Wahlkompetenz der AIFM auf eine zwingend externe Bewertung beim Immobilien-Sondervermögen zu reduzieren, so muss eine Beschränkung der Wahlmöglichkeit zwischen in- und externer Bewertung auch im Bereich anderer Publikums-AIF möglich sein. Daher folgt aus § 250 KAGB-RegE, dass die Bundesregierung ebenfalls eine Entscheidungskompetenz des Bundesgesetzgebers zur Beschränkung der Wahlmöglichkeit zwischen in- und externer Bewertung im Bereich von Publikums-AIF bejaht.

## 2. **Abweichung von der Richtlinie durch Zwang zur Bewertung durch Ausschüsse?**

Auch der von § 216 KAGB-BundesratE vorgesehene Zwang zur Bewertung *durch Ausschüsse* ist grundsätzlich richtlinienkonform.

Da nach unserer Einschätzung der nationale Gesetzgeber bei der Umsetzung der AIFM-Richtlinie befugt ist, im Hinblick auf Publikums-AIF *strengere* Regelungen im Interesse des Anlegerschutzes vorzusehen, ist es ihm auch gestattet, eine Verschärfung der Regelungen der AIFM-Richtlinie dadurch vorzunehmen, dass er die Anforderungen an die Bewertung qualifiziert, indem er statt eines Einzelentscheids einen Kollegialentscheid vorsieht.

Dabei bleibt der nationale Gesetzgeber natürlich weiterhin verpflichtet, die Mindestanforderungen, die die AIFM-Richtlinie vorsieht, zu erfüllen. In Bezug auf die Bewertung von Vermögensgegenständen sieht die AIFM-Richtlinie einen umfangreichen Pflichtenkatalog sowohl bei interner als auch externer Bewertung vor, dessen Regelungsgehalt vom nationalen Recht berücksichtigt werden muss, um das von der Richtlinie vorgesehene Schutzniveau nicht zu unterlaufen. Ob diese Mindestanforderungen von § 216 KAGB-BundesratE eingehalten werden, haben wir angesichts unseres Auftrags, nur die prinzipielle Vereinbarkeit der nationalen Regelung mit der AIFM-Richtlinie zu bewerten, nicht geprüft.

### 3. Verstoß gegen Verantwortlichkeit des AIFM im Sinne von Art. 19 Abs. 10 der AIFM-Richtlinie?

Auch aus Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie resultiert kein Hinderungsgrund für den nationalen Gesetzgeber, die Bewertung auf eine Bewertung durch Sachverständigenausschuss zu beschränken.

Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie bestimmt, dass der AIFM für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögenswerte der AIF *verantwortlich* ist. Zwar ist auslegungsbedürftig, welches Verständnis dem Begriff der Verantwortlichkeit zugrunde zu legen ist, da sowohl eine formelle Interpretation (also eine reine Prozessverantwortlichkeit) als auch eine materielle Interpretation (also auch eine Ergebnisverantwortung) in Betracht kommen. Auch wenn ein formelles Verständnis angesichts der vom Richtlinienziel angestrebten Unabhängigkeit der Bewertung zugunsten eines effektiven Anlegerschutzes vorzugswürdig erscheint (vgl. für externe Bewertung auch Art. 67 ff. Level-II-Verordnung zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU vom 19. Dezember 2012, die umfangreiche Anforderungen an Grundsätze und Verfahren für die Bewertung von Vermögenswerten des AIF im Hinblick auf Prüfung der Bewertungsmethoden und Plausibilitätskontrollen vorsehen, sowie Begründung der Bundesregierung zu § 216 KAGB-RegE (BR-Drs. 791/12, S. 482), wonach sich die Kontroll-, Eingriffs- und Weisungsbefugnisse der Kapitalverwaltungsgesellschaft nur auf den Umfang und den Inhalt der Beauftragung, nicht aber auf den Gutachteninhalt und das Bewertungsergebnis bezögen), folgte selbst bei Zugrundelegung eines materiellen Verantwortlichkeitsverständnisses im Sinne einer

Ergebnisverantwortung aus dem Gebot der Verantwortlichkeit des AIFM kein Verbot der Bewertung durch Sachverständigenausschüsse.

Die Verantwortlichkeit im Sinne der AIFM-Richtlinie ist dahingehend zu verstehen, dass sowohl bei interner als auch externer Bewertung eine Haftung gegenüber dem AIF und ihren Anleger sichergestellt sein soll. Art. 19 Abs. 10 Satz 2 AIFM-Richtlinie verlangt, dass sich der AIFM seiner Haftung nicht dadurch entziehen kann, dass er die Bewertung auf einen externen Bewerter überträgt (vgl. auch Art. 12, 15 Level-II-Verordnung zur AIFM-Richtlinie). Die vom BundesratE vorgeschlagene Bewertung durch Sachverständigenausschüsse verhindert jedoch nicht, dass die von der Richtlinie verlangte Haftung sichergestellt wird. Die geforderte Verantwortung kann auch bei einer Übertragung der Bewertung auf einen Sachverständigenausschuss vom AIFM ordnungsgemäß wahrgenommen werden. Eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse und eine fortwährende (wie auch immer geartete) Verantwortung des AIFM für diese Bewertung sind daher kein Widerspruch, und dementsprechend kann auch der nationale Gesetzgeber eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse als zwingend vorschreiben, ohne das Gebot der Verantwortlichkeit des AFIM zu verletzen, sofern eine ausreichende Haftung gegenüber dem AIF und den Anlegern sichergestellt ist.

Hiervon geht anscheinend auch die Bundesregierung selbst aus, die sich in § 250 KAGB-RegE und § 261 Abs. 6 KAGB-RegE dazu entschieden hat, bei Immobilien-Sondervermögen und geschlossenen inländischen Publikums-AIF eine externe Bewertung vorzuschreiben, ohne sich durch das Gebot der Verantwortung des AIFM gemäß Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie daran gehindert zu sehen.

Auch die Entgegnung der Bundesregierung zum Vorschlag des Bundesrats (BT-Drs. 17/1229, 575 (577)), wonach „die Einsetzung eines Sachverständigenausschuss als eine Art Richtergermium, dessen Bewertung der Fondsmanager automatisch zu übernehmen und zugrunde zu legen hat, [...] aufgrund Artikel 19 Absatz 10 der AIFM-Richtlinie nicht vorgeschrieben werden [kann]“, ist u.E. nicht geeignet, die Zulässigkeit der Einführung der zwingenden Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss in Frage zu stellen. Diese Ansicht geht – so unser Verständnis – davon aus, dass zwingende Folge der durch Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie angeordneten Haftung des AIFM sei, dass der AIFM das Ergebnis einer internen oder externen Bewertung eigenständig korrigieren können müsse. Nur für den Fall, dass dem AIFM eine solche eigenständige Abänderung möglich sei, sei es – so wohl der Gedanke – gerechtfertigt, ihm auch die Haftung für unzutreffende Bewertungen aufzuerlegen. Nach der Systematik der Richtlinie kommt dem AIFM jedoch ein Recht zur Korrektur der Bewertung gerade nicht zu. Sowohl bei externer als auch interner Bewertung betont die Richtlinie gerade die Unabhängigkeit der

für die Bewertung verantwortlichen Personen gegenüber dem AIF und dem AIFM. Daher ist es dem AIFM zwar nicht verwehrt, die Ergebnisse der Bewertung zu überprüfen; hierzu ist er bei externer Bewertung nach Art. 19 Abs. 5 c) i.V.m. Art. 20 Abs. 1 Satz 3 AIFM-Richtlinie jedenfalls in regelmäßigen Abständen auch verpflichtet. Ein Recht, die Ergebnisse im Einzelfall abweichend von der internen oder externen Bewertung zu verändern, besteht jedoch grundsätzlich nicht. Entsprechend geht die Richtlinie sehr wohl davon aus, dass der AIFM die Ergebnisse – in der Diktion der Gegenäußerung der Bundesregierung – weitgehend „automatisch“ zu übernehmen und zugrunde zu legen hat.

Nach dem Regelungsgefüge der AIFM-Richtlinie besteht daher eine Haftung des AIFM für die Bewertung, obgleich ihm eine Abweichung von den Ergebnissen der unabhängigen internen oder externen Bewertung nicht gestattet ist. Dabei kann an dieser Stelle offen bleiben, ob der AIFM nur für das (von ihm zu kontrollierende) Verfahren verantwortlich ist, oder auch für das Bewertungsergebnis (das er nicht kontrollieren kann).

#### **4. Bewertungsregelung für offene Spezial-AIF, § 278 KAGB-E**

Der Bundesrat hat seine Empfehlung, AIFM zu einer von Sachverständigenausschüssen durchzuführenden Bewertung der Vermögensgegenstände zu verpflichten, in § 216 KAGB-E verankert. Diese Regelung betrifft unmittelbar die Bewertung von Vermögensgegenständen von offenen Publikums-AIF. Nach § 278 KAGB-E gilt § 216 KAGB-E aber für offene *Spezial-AIF* entsprechend, sodass sich der Vorschlag des Bundesrats zur Bewertung durch Sachverständigenausschüsse zwar nicht ausdrücklich, aber mittelbar auch auf offene Spezial-AIF bezieht. Da es sich bei der Beschränkung auf eine Bewertung durch Sachverständigenausschüsse nach unserem Verständnis um eine strengere Regelung im Sinne von Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie handelt, zugleich die Kompetenz des nationalen Gesetzgebers zur strengeren Regulierung jedoch ausdrücklich nur für solche AIF von der Richtlinie vorgesehen ist, die an Kleinanleger vertrieben werden, besteht möglicherweise in Bezug auf den Zwang zur Bewertung durch Sachverständigenausschüsse bei Spezial-AIF nach § 278 KAGB-E Ergänzungsbedarf. Es wäre gesondert zu prüfen, ob die Ausnahmenvorschrift des Art. 43 Abs. 1 AIFM-Richtlinie auch für Spezial-AIF gilt, insbesondere vor dem Hintergrund, dass der deutsche Umsetzungsvorschlag auch semi-professionelle Anleger als Anleger eines Spezial-AIF qualifiziert (§§ 1 Absatz 6 Nr. 2, Absatz 19 Nr. 33 KAGB-RegE).

**Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen:  
Kollektiventscheid versus Einzelentscheid**

Gutachten im Auftrag des  
Bundesverbands der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS)

**Prof. Dr. Andreas Roider**

Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre  
Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Regensburg

**Prof. Dr. Steffen Sebastian**

Inhaber des Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung  
**IREBS** Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg

---

24.01.2013

# EXECUTIVE SUMMARY

---

## Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen: Kollektiventscheid versus Einzelentscheid

*von Andreas Roider und Steffen Sebastian*

Im Kontext der Immobilienbewertung von indirekten Immobilienanlagen ist aus Sicht der Anleger eindeutig der Kollektiventscheid dem Einzelentscheid überlegen. Die Vorteile des Einzelentscheids (vor allem Geschwindigkeit, Kosten) sind im Kontext der Wertermittlung bei indirekten Immobilienanlagen von sehr geringer Relevanz. Die für offene Immobilienfonds entwickelte Best Practice sollte für alle Formen der indirekten Immobilienanlage (geschlossene Fonds, REITs, Immobilien-Aktiengesellschaften) gleichermaßen verpflichtend gelten.

Die Vorteile des Kollektiventscheids können sich nur entfalten, wenn die Grundlage für eine unabhängige Bewertung gegeben ist. Essentiell sind hier eindeutige Rotationsregeln mit einer Cooling-Down-Periode, die nicht (bspw. durch Nachfolgebestellung von Partnern eines Zusammenschlusses) umgangen werden können.

Sinnvolle Verbesserungsmöglichkeiten zur weiteren Stärkung der Unabhängigkeit von Gutachtern sehen wir

1. in einer verstärkten Unabhängigkeit der Gutachter untereinander, die dahingehend zum Ausdruck kommen sollte, dass die Ermessensentscheidungen zunächst gleichzeitig und unabhängig voneinander geäußert werden sollten („verschlossener Umschlag“), bevor eine gemeinsame Festlegung durch einen intensiven Argumentationsaustausch getroffen wird. Die vorgeschlagene Vorgehensweise ist strukturell nicht mit einem bloßen Mittelwertverfahren zu vergleichen.
2. Eine vorzeitige Abbestellung der Gutachter innerhalb des 6-Jahres-Zeitraum sollte nicht möglich sein.
3. Weiterhin sollte überprüft werden, ob die Begrenzung auf 30% des Einkommens nicht auf 20 % abgesenkt werden sollte.
4. Die wesentlichen Bestandteile der Gutachten sollten veröffentlicht werden, um externe Ex-post-Kontrollen durch Analysten, Anlegervertreter und Wissenschaft zu ermöglichen.

### *Einflussfaktoren auf die Vorteilhaftigkeit von Kollektiventscheidungen*

Aufgrund wachsender Komplexität von Entscheidungsproblemen und stärkerer Demokratisierung im Arbeitsprozess werden Entscheidungen in Wirtschaft und Verwaltung vielfach von einer Gruppe von Entscheidungsträgern getroffen. Dadurch sollen ausgewogenere und bessere Entscheidungen sowie eine höhere Sicherheit bei Entscheidungen unter Unsicherheiten, gewährleistet werden. Zudem führt der interpersonelle Austausch der Entscheidungsträger zu einer Diskussion der fachlichen Sachverhalte, wodurch die Entscheidung durch die erhöhte fachliche Expertise stärker fundiert und weniger fehlerbehaftet ist.

### *Einflussfaktoren auf die Vorteilhaftigkeit von Individualentscheidungen*

Einzelentscheidungen benötigen gewöhnlich einen kürzeren Zeitraum als Gruppenentscheidungen. In Situationen, in denen schnelle Entscheidungen notwendig sind, kann die Dauer einer Kollegialentscheidung ein großes Problem darstellen. Des Weiteren handelt es sich bei Gruppenentscheidungen um kollektive Entscheidungen, für die eine Gruppe nur gemeinschaftlich die Verantwortung übernimmt. Insbesondere in sehr großen Gruppen kann es daher zu einer mangelnden Identifikation mit der Entscheidung kommen. Sofern Gruppenmitglieder nicht für fehlerhafte Entscheidungen haften, kann es zu „Trittbrettfahrer“-Verhalten kommen, d.h. die Entscheider setzen sich nicht oder nur unzureichend mit dem Sachverhalt auseinander. Zudem sind Individualentscheidungen in der Regel mit einem geringeren Aufwand an Kosten und Zeit verbunden.

### *Bewertung von Offenen Immobilienfonds*

Die Bewertung von komplexen gewerblichen Großimmobilien bedarf bereits für die Tatsachenfeststellung zu Objekt- und relevantem Teilmarkt einer besonderen Sorgfalt. Zudem ist die Wertermittlung bezüglich der maßgeblichen Bewertungsparameter (Ansatz der marktüblichen Mieten und des Kapitalisierungszinssatzes) mit erheblichen Ermessensspielräumen verbunden, die sehr hohe Auswirkungen auf den Verkehrswert haben. Diese Problematik können Sachverständigenausschüsse (SVA) als Kollektive besser adressieren als Einzelgutachter. Zudem können sich SVA besser Beeinflussungen durch die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) entziehen. Die Kontrollfunktion des Fondsmanagement ist somit beim Kollektiventscheid besser gewährleistet.

Die für die Wertermittlung auch im Quartalsturnus zur Verfügung stehende Zeit ist für die Entscheidung zugunsten eines Individual- oder eines Kollektiventscheids ohne Bedeutung, da diese in beiden Fällen ausreichend sein wird. Auch im Falle von Ankaufsgutachten erscheint ein Zeitvorteil nicht relevant, so dass auch hier nur in Ausnahmefällen der



Einzelentscheid vorteilhaftig sein wird. Durch die Begrenzung der Anzahl der Personen im Sachverständigenausschuss auf maximal drei, die gesamtschuldnerische persönliche Haftung jedes Ausschussmitglieds sowie die formale Gleichstellung innerhalb des Ausschusses sind alle Mitglieder in die Verantwortung eingebunden und ein Trittbrettfahrer-Verhalten wenig attraktiv.

### *Kosten*

Ein empirischer Vergleich der Kosten der Wertermittlung bei offenen Immobilienfonds aus dem Jahren 2010/2011 zeigt, dass ein Verzicht auf das Sachverständigengremium zugunsten von Einzelgutachtern lediglich zu einer Renditeverbesserung von 0,0055% bzw. 0,55 Basispunkten führen würde. Angesichts der mit Einzelbewertungsentscheidungen einhergehenden größeren Bewertungsunsicherheit stellt dies aus Sicht des Anlegers, auch unter Berücksichtigung der Gesamtverwaltungskosten in Höhe von 150 bis 180 Basispunkten eine vernachlässigbare Größe dar.

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>2</b>
<b>1 EINLEITUNG .....</b>	<b>6</b>
<b>2 WERTERMITTLUNG BEI IMMOBILIENFONDS.....</b>	<b>8</b>
2.1 Entwicklung der rechtlichen Grundlagen .....	8
2.2 Darstellung der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds .....	10
2.3 Kostenunterschiede .....	11
<b>3 ANALYSE AUS WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHER SICHT.....</b>	<b>15</b>
3.1 Trend zur Gremienbildung .....	15
3.2 Wissenschaftliche Überlegungen zu Kollektiventscheid versus Einzelentscheid ...	16
3.3 Empirische Evidenz zu Kollektiventscheid versus Einzelentscheid .....	20
3.4 Ergebnis: Einzelentscheid versus Kollektiventscheid aus wissenschaftlicher Sicht	22
<b>4 SCHLUSSBETRACHTUNG .....</b>	<b>24</b>
<b>5 LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>26</b>
<b>6 ANHANG .....</b>	<b>28</b>
6.1 Gremien in der Öffentlichen Verwaltung .....	28
6.2 Gremien in der Jurisdiktion: Kollegial-Gerichte .....	28
6.3 Gremien in der Wirtschaft: Kontrollorgane mit Entscheidungskompetenz.....	29
6.4 Gremien in der Wirtschaft: Kontrollorgane ohne eigene Entscheidungskompetenz .....	29

# 1 EINLEITUNG

---

Im Zuge der ersten Krise einiger Offener Immobilienfonds in den Jahren 2004/2005 waren insbesondere auch die Wertermittlungen der öffentlichen Kritik in den Medien ausgesetzt. Auch in der wissenschaftlichen Literatur wurde die Bewertung der Offenen Immobilienfonds verschiedentlich einer kritischen Überprüfung unterzogen (vgl. z.B. Schnaidt/Sebastian 2011; Gläser et al. 2010). Fraglich war dabei immer wieder, wie unabhängig der Gutachter tatsächlich von der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) ist. Da der Gutachter vom Fondsmanagement bestellt wird, besteht ein natürlicher Konflikt zwischen der Kontrollfunktion des Gutachters und der wirtschaftlichen Beziehung zwischen Auftragnehmer und Auftraggeber. Der Gesetzgeber hat zum einen diesen Interessenskonflikt und zum anderen die besondere Bedeutung der Bewertung für die indirekte Immobilienanlage erkannt. In jüngerer Zeit wurde daher die Bewertung von offenen Immobilienfonds durch das Investmentmodernisierungsgesetz, dem Investmentänderungsgesetz und dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz in den Jahren 2004, 2008 und 2011 modifiziert. Hierbei wurden die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Gutachter regelmäßig verschärft.

Während hierdurch die Unabhängigkeit der Sachverständigen in Zukunft weitmöglichst gewährleistet erscheint, stellt sich die Frage, welche optimale Personenzahl ein Sachverständigenausschuss haben sollte. Durch das InvÄG 2007 wurde die Zahl von üblicherweise etwa zwölf auf genau drei Mitglieder begrenzt. Im aktuellen Kabinettsbeschluss zum AIFM-D wird nunmehr vorgeschlagen, beim offenen und geschlossenen Immobilienfonds auf die Bewertung durch einen Sachverständigenausschuss zu verzichten. Hingegen soll die Bewertung durch einen Gutachter zulässig bzw. sogar zwingend erforderlich sein.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> § 250 Nr. 1 KAGB-E idF KabE des AIFM-UmsG vom 12.12.2012

Der Kabinettsbeschluss enthält keine Anhaltspunkte, warum dies eine Verbesserung gegenüber den durch o.a. Rechtentwicklung gesetzten Standards darstellt. Die Bewertung von Immobilien ist im besonderen Maße durch einen breiten Ermessensspielraum gekennzeichnet. So sind Abweichungen von bis zu 20% und mehr zwischen zwei Wertgutachten keine Seltenheit, was auch durch höchstrichterliche Rechtsprechung wiederholt anerkannt wurde (vgl. Ranker 2006, S. 233 f.) Aus aktuellem Anlass stellt sich daher die Frage, ob ein Kollektiventscheid oder ein Einzelentscheid der bessere Ansatz für die Immobilienbewertung von indirekten Immobilienanlagen ist. Naturgemäß ist dies aus der Sichtweise des Anlegers zu überprüfen. Hierbei sind zum einen der Anlegerschutz, zum anderen aber auch Kostenaspekte zu berücksichtigen.

## 2 WERTERMITTLUNG BEI IMMOBILIENFONDS

---

### 2.1 ENTWICKLUNG DER RECHTLICHEN GRUNDLAGEN

Die Bewertung bei offenen Immobilienfonds nach §32 KAGG wurde nach der Einführung des KAGG im Jahre 1969 bis zum Jahr 2002 nicht geändert. Zur Erhöhung der Unabhängigkeit wurden erstmals 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG) in §32 Abs. 2 KAGG die neuen Sätze 2 und 3 eingefügt. Nach Satz 2 wurde die Tätigkeit eines Ausschussmitglieds erstmals zeitlich auf 5 Jahre beschränkt, um etwaigen drohenden Interessenkonflikten vorzubeugen. Nach Satz 3 war eine Verlängerung der Bestellung um jeweils ein weiteres Jahr möglich, wenn die Einnahmen des Sachverständigen von der KAG im Mittel der letzten vier Jahre 20% seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben und er zuvor eine entsprechende Erklärung abgegeben hat. Durch das Investmentmodernisierungsgesetz (InvModG) wurde 2004 der §32 KAGG in §77 InvG überführt. Hierbei wurden nur die Einnahmengrenze von 20% auf 30% analog der Höhe der 30%-Einnahmengrenze bei Abschlussprüfern nach §319 HGB angehoben.

2007 erfolgte durch das Investmentänderungsgesetz (InvÄG) eine umfassende Neuordnung des §77 InvG und eine weitere Verschärfung der Regelung zur Sicherung der Unabhängigkeit der Gutachter. Diese beinhaltet drei wesentliche Maßnahmen:<sup>2</sup>

1. Neben der Unabhängigkeit des einzelnen Sachverständigen als Ausschussmitglied wurde auch die Unabhängigkeit des Sachverständigenausschusses (SVA) als selbständiges Organ der Kapitalanlagegesellschaft festgeschrieben. Insbesondere darf die KAG keinen Einfluss auf den Geschäftsverteilungsplan nehmen und eine Teilnahme von KAG-Vertretern an SVA-Sitzungen ist nicht zulässig.

---

<sup>2</sup> Weiterhin wurde verlangt, dass Angehörige von Zusammenschlüssen nur dann als Ausschussmitglieder zugelassen werden dürfen, wenn jegliche Interessenkonflikte ausgeschlossen sind und auch Unabhängigkeit gegenüber den anderen Ausschussmitgliedern besteht. Zudem ist das Muster der SVA-Geschäftsordnung mit der BaFin abzustimmen. Weiterhin wird in §77 Abs. 1a InvG der gesetzliche Mindestinhalt der Geschäftsordnung festgelegt.

2. Ein SVA besteht aus genau drei Mitgliedern. Ggf. hat eine KAG mehrere Ausschüsse zu bilden. Zuvor waren Gesamtausschüsse mit bis zu zwölf Sachverständigen die Regel.
3. Der Hauptgutachter muss zwingend alle zwei Jahre rotieren.

2011 wurde durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) zusätzlich festgelegt, dass die Tätigkeit eines Sachverständigen für eine KAG zeitgleich immer nur in einem Ausschuss möglich ist. Zudem wurde die sog. „große“ Rotation eingefügt. Demnach kann ein Sachverständiger nach dem Jahr der Bestellung längstens sechs Jahre für eine KAG tätig sein. Dann muss der Sachverständige zwingend mindestens für zwei Jahre pausieren bevor eine erneute Bestellung möglich ist. Zudem gilt die Einnahmegrenze von 30% nun ab dem zweiten Jahr der Tätigkeit für jedes Jahr und nicht mehr nur im Mittel. Nach Ansicht der BaFin erstreckt sich die sog. Cooling-Down-Periode auch auf die Tätigkeit als Ankaufssachverständiger nach § 67 Abs. 5 InvG und im Fall der Bestellung eines Angehörigen eines Zusammenschlusses von Sachverständigen auch auf die Tätigkeit eines anderen Angehörigen desselben Zusammenschlusses.<sup>3</sup> Diese Klarstellung ist sinnvoll und wesentlich, da eine abwechselnde Bestellung von Angehörigen des gleichen Zusammenschlusses die Rotationsregeln ad absurdum führen würde.

Durch die Rotation und die Cooling-Down-Periode von zwei Jahren wurden 2011 im Rahmen des AnsFuG eine deutliche Stärkung der Unabhängigkeit der Gutachter von der KAG erreicht. Der Sachverständige bzw. dessen Zusammenschluss verliert spätestens nach fünf Jahren das Mandat und kann auch nicht darauf vertrauen, nach zwei Jahren wieder erneut bestellt zu werden, da zu diesem Zeitpunkt ein anderer Sachverständiger bzw. ein anderer Zusammenschluss i.d.R. ebenfalls für fünf Jahre tätig sein wird. Weiterhin ist damit zu rechnen, dass der Nachfolger die bisherigen Gutachten kritisch prüft, was einen zusätzlichen Anreiz setzt, die Gutachten unparteiisch zu erstellen.

---

<sup>3</sup> § 2 Abs. 2 und 3 Mustergeschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse idF vom 05.12.2012.

## 2.2 DARSTELLUNG DER WERTERMITTLUNG BEI OFFENEN IMMOBILIENFONS

### **Bestellung des Hauptgutachters**

Gemäß §3 Abs. 3 der Mustergeschäftsordnung für die Sachverständigen-Ausschüsse von Immobilien-Sondervermögen (MGO) wird für jedes Objekt ein Hauptgutachter bestimmt, der alle zwei Jahre wechselt. Innerhalb von sechs Jahren darf ein Hauptgutachter nur für zwei Jahre bestellt werden. Die Erstellung des Gutachtens erfolgt gemeinsam. Das Gremium entscheidet gemeinsam über die Festlegung aller Bewertungsparameter, insbesondere auch über den Kapitalisierungszinssatz. Der Hauptgutachter erstellt – quasi als Schriftführer des Gremiums - die schriftliche Ausfertigung des Gutachtens. Er hat aber keine größeren Entscheidungsrechte als die Nebengutachter.

### **Gleichordnungsverhältnis der Gutachter**

Die Gutachter sind daher bei der Ausübung der Ermessensentscheidung voneinander unabhängig. Es handelt sich somit aufgrund des Gleichordnungsverhältnisses der Gruppenmitglieder untereinander um einen echten Kollektiventscheid.<sup>4</sup> Durch den Kollektiventscheid ist es möglich, zumindest einen Teil der Breite der Meinungen des Marktes bei der Festlegung des Ermessens widerzuspiegeln. Zum anderen kann eine fehlerfreie Sachverhaltsaufnahme zu den Objekt- und Marktdaten durch mehrere Personen eher erreicht werden.

Da zudem alle Mitglieder im Außenverhältnis in die gemeinsame Haftung genommen werden können, besteht für jedes Mitglied ein hoher Anreiz zu einer genauen Prüfung der Arbeit der anderen Gutachter. Auch wird ein Gremium in der Regel weniger leicht durch einen Auftraggeber zu beeinflussen sein als ein Einzelgutachter. Insbesondere dieser Aspekt ist für die Unabhängigkeit des Gutachters gegenüber dem Auftraggeber von entscheidender Bedeutung.

---

<sup>4</sup> Im Unterschied zum Subordinationsverhältnis (Vorgesetzter, Untergebener). Auch beim Subordinationsverhältnis liegt formal eine Kollektiventscheidung vor, aber der Vorgesetzte kann letztlich die (Ermessens-) Entscheidung alleine treffen.

## **Besichtigungen**

Bei der Erstbewertung erfolgt gem. §8 MGO die erste Besichtigung des zu bewertenden Objekts durch alle drei Mitglieder des Sachverständigengremiums, sofern der voraussichtliche Verkehrswert 50 Millionen Euro übersteigt. Bei einem voraussichtlichen Verkehrswert von 50 bis 25 Millionen Euro ist die Besichtigung durch den Hauptgutachter und einen Nebengutachter ausreichend und bei Verkehrswerten von voraussichtlich unter 25 Millionen Euro nur durch den Hauptgutachter. Anschließend muss das Objekt mindestens alle zwei Jahre vom jeweiligen Hauptgutachter besichtigt werden. Da der Hauptgutachter alle zwei Jahre wechselt, wird das Objekt somit regelmäßig von allen Mitgliedern des Sachverständigenausschusses besichtigt.

## **Bedeutung der Bewertung bei Offenen Immobilienfonds**

Das Gutachtergremium soll im Interesse der Anleger möglichst genau den Wert der Immobilie bestimmen, da dieser Bemessungsgrundlage für den Ausgabe- bzw. Rücknahmepreis ist und somit direkte Auswirkungen auf das Vermögen der Anleger hat. Weiterhin erfüllen die Gutachter eine wichtige Kontrollfunktion des Fondsmanagement. Anhand der Wertsteigerungen bzw. Wertverluste wird maßgeblich der Erfolg des Managements zu messen sein. Das Vertrauen in die korrekte Wertermittlung ist zudem wesentlich für die Stabilität von Offenen Immobilienfonds. Hier ist vor allem die zeitnahe Einwertung von Wertverlusten bedeutsam.

## **2.3 KOSTENUNTERSCHIEDE**

Da bei einem Kollektiventscheid mehrere Personen beteiligt sind, ist davon auszugehen, dass die Kosten der Immobilienbewertung höher sind als bei einem Einzelgutachter.

In nachfolgender Grafik und Tabelle werden die Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010 und 2011 inkl. aller Neben- und Reisekosten aufgeführt (ohne USt). Demnach betragen die Kosten der Wertermittlung (bei jährlicher Bewertung) im Durchschnitt etwa 0,0178% des verwalteten Immobilienvermögens. Unter Annahme eines Umsatzsteuersatzes von 19% und einer Fremdkapitalquote von durchschnittlich 30%



ergibt sich eine absolute Renditeminderung von etwa 0,0275%, d.h. ungefähr 3 Basispunkten. Bereits diese erste Analyse zeigt, dass die Kosten der Wertermittlung insgesamt keinen großen Einfluss auf die Rendite einer Anlage in einen Offenen Immobilienfonds haben.

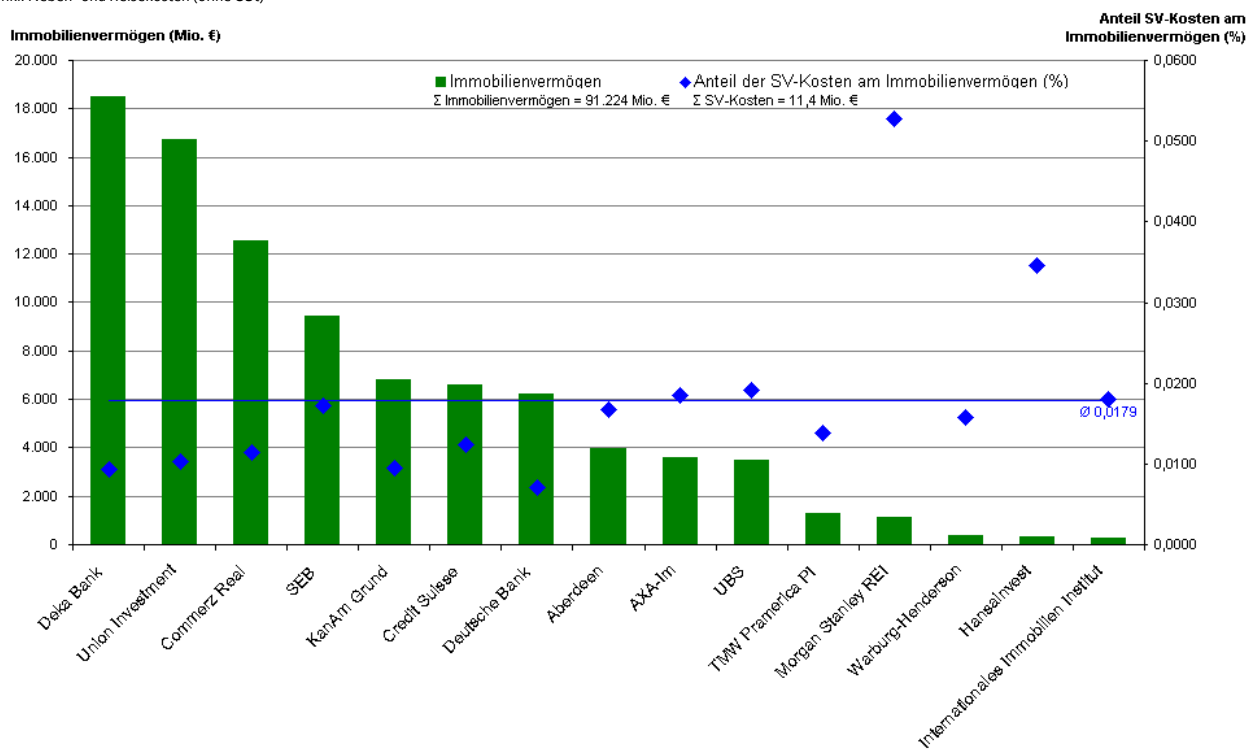
Nach einer Analyse auf Basis der Ertrags- und Aufwandsrechnungen der Publikumsfonds für das Berichtsjahr 2010/2011 des Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e. V. (BIIS) beträgt das Verhältnis der Honorare für Ankaufsgutachten nach §67 Abs. 5 InvG (Einzelgutachten) und dem Honorar bei Erstbewertung durch einen Sachverständigenausschuss nach §77 InvG etwa 0,6 bis 1 (Mittelwert 0,8). Die Kosten des Einzelentscheids betragen daher im Durchschnitt etwa 80% eines Kollektiventscheids. Ein Verzicht auf das Sachverständigengremium zugunsten von Einzelgutachtern würde deshalb zu einer Renditeverbesserung von ungefähr 0,0055% bzw. 0,55 Basispunkten führen können. Aus Sicht des Anlegers ist dies eine vernachlässigbare Größe.

Die Möglichkeit einer tatsächlichen Kostenreduktion durch Einzelentscheide ist allerdings aus weiteren Gründen zumindest fraglich. Mit Blick auf die Kostenentwicklung im Bereich der Abschlussprüfung lässt sich unter Verweis auf die Marktstrukturen in Frankreich und Dänemark (die Erfahrungen mit Joint Audits gesammelt haben) argumentieren, dass der Joint Audit (insbesondere in Verbindung mit Rotationspflichten und Cooling-Down-Phasen) zu einer höheren Anzahl an Anbietern und damit zu einem intensiveren Preiswettbewerb führen kann (vgl. Soltani und Reikik, 2011). Ein Vergleich der SVA-Kosten (Joint Valuation) für das Jahr 2010/2011 mit der Honorarempfehlung des BVS für Einzelbewertungen ist für diesen vermuteten Zusammenhang zumindest indikativ. Während die SVA-Kosten inklusive aller Nebenkosten bei einer jährlichen Regelbewertung (Nachbewertung) im Median 6.743,00 EUR pro Objekt bei einer durchschnittlichen Objektgröße von 48,8 Mio. EUR betragen, empfiehlt der BVS seinen Mitgliedern für Nachbewertungen bei einer Objektgröße von über 25 Mio. EUR ein Honorar in Höhe von 12.000,00 EUR bis 18.000,00 EUR mit einem Mittelwert von 15.000,00 EUR. Zu diesen Kosten addieren sich nach der BVS-Empfehlung noch Reise- und sonstige Nebenkosten. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass von den 1639 OIF-Bestandsobjekten in 2009/2010 noch 35 Objekte in 2009/2010 angekauft worden sind und deshalb in 2010/2011 für den SVA

Erstbewertungshonorare analog zu Ankaufshonoraren angefallen waren, fällt der Kostenvergleich zu Gunsten der Joint Valuation noch günstiger aus. Der Kostenvergleich und der Vergleich zum Joint Audit in Frankreich und Dänemark legen nahe, dass bereits heute der Kollektiventscheid bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds im Vergleich zu einem Einzelentscheid zu wettbewerblich bedingt geringeren Gesamtkosten führt.

### Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010/2011

inkl. Neben- und Reisekosten (ohne USt)



## Kosten der Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds in den Jahren 2010/2011

inkl. Neben- und Reisekosten (ohne USt)

	Objekte gesamt	Immobilien- vermögen gesamt	Ø Objekt- größe	SV- Kosten	SV- Kosten pro Objekt	Anteil SV- Kosten am Immobilien vermögen	SV (ohne Ankaufs- SV, ohne Ersatz- SV)	SV- Kosten pro Kopf	Objekt- klasse VW > 50 Mio.€  SVA	Objekt- klasse 25 < VW < 50 Mio.€ HG +  1NG	Objekt- klasse VW < 25 Mio.€  HG	EU	Nicht-EU
	(#)	(EUR)	(EUR/Obj.)	(EUR)	(EUR/Obj.)	(%)	(#)	(EUR/SV)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)	(%des VW)
KanAm US-grundinvest Fonds	2	34.330.898	17.165.449	52.500	26.250	0,1529	4	13.125	0	55,7	44,3	0	100
Morgan Stanley P2 Value	32	1.124.166.928	35.130.217	593.148	18.536	0,0528	3	197.716	65,3	24,9	9,8	77,8	22,2
AXA Immoresidential	6	83.900.000	13.983.333	43.239	7.207	0,0515	3	14.413	0	34,3	65,7	100	0
UBS (D) 3 Kontinente Immobilien	26	571.900.000	21.996.154	252.408	9.708	0,0441	3	84.136	28,5	26,9	44,6	92,7	7,3
CS-WV IMMOFONDS	1	8.500.000	8.500.000	3.577	3.577	0,0421	3	1.192	0	0	100	100	0
HANSAIMMOBILIA	29	340.300.000	11.734.483	117.765	4.061	0,0346	6	19.628	0	27,7	72,3	97,3	2,7
DEGI Global Business	11	382.000.000	34.727.273	124.547	11.322	0,0326	9	13.839	14,3	69,7	16	94	6
CS Property Dynamik	18	510.500.000	28.361.111	137.155	7.620	0,0269	6	22.859	20,2	60,1	19,7	100	0
SEB Global Property Fund	21	511.500.000	24.357.143	135.435	6.449	0,0265	6	22.573	10,7	48,5	40,8	63	37
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	49	1.498.000.000	30.571.429	331.559	6.767	0,0221	6	55.260	49,3	24,9	25,8	88,2	11,8
DEGI German Business	19	380.300.000	20.015.789	81.335	4.281	0,0214	9	9.037	0	64	36	100	0
AXA Immoselect	67	3.125.600.000	46.650.746	574.001	8.567	0,0184	3	191.334	66,2	22,4	11,4	100	0
KanAm SPEZIAL grundinvest Fonds	14	624.991.949	44.642.282	112.340	8.024	0,0180	3	37.447	69,5	15,1	15,4	100	0
INTER ImmoProfil	20	283.300.000	14.165.000	50.846	2.542	0,0179	6	8.474	0	39,4	60,6	100	0
Warburg-Henderson Deutschland Fonds Nr.1	10	369.470.000	36.947.000	58.223	5.822	0,0158	6	9.704	56,8	17,7	25,5	100	0
SEB ImmoInvest	149	7.420.400.000	49.801.342	1.160.188	7.786	0,0156	6	193.365	68,7	20,6	10,7	82,4	17,6
DEGI International	29	1.914.300.000	66.010.345	289.481	9.982	0,0151	9	32.165	82,1	10,9	7	80,9	19,1
UBS (D) Euroinvest	54	2.900.000.000	53.703.704	413.179	7.651	0,0142	3	137.726	67,8	20,5	11,7	100	0
TMW Immobilien Weltfonds	26	1.266.817.000	48.723.731	174.687	6.719	0,0138	6	29.115	54,9	35,4	9,7	74,6	25,4
DEGI Europa	18	1.302.800.000	72.377.778	167.298	9.294	0,0128	9	18.589	77,4	22,6	0	100	0
AXA Immosolutions	9	370.500.000	41.166.667	46.916	5.213	0,0127	3	15.639	56,7	22,1	21,2	100	0
Unilmmo: Deutschland	55	5.120.600.000	93.101.818	622.795	11.324	0,0122	6	103.799	88,6	9,8	1,6	100	0
hausinvest	128	12.529.000.000	97.882.813	1.427.639	11.153	0,0114	9	158.627	90,2	7,1	2,7	88,6	11,4
CS Euroreal	103	6.075.600.000	58.986.408	678.612	6.588	0,0112	7	96.945	77,4	14,3	8,3	100	0
WestInvest Inter Select	110	5.289.300.000	48.084.545	587.220	5.338	0,0111	6	97.870	70,1	18,7	11,2	100	0
Unilnstitutional European Real Estate	51	1.751.800.000	34.349.020	172.595	3.384	0,0099	6	28.766	51,3	28,5	20,2	91,7	8,3
Unilmmo: Europa	77	7.087.400.000	92.044.156	666.841	8.660	0,0094	6	111.140	88,1	9,4	2,5	79,5	20,5
DEKA-ImmobilienEuropa	159	10.145.774.553	63.809.903	942.622	5.928	0,0093	6	157.104	78,6	14,1	7,3	97,1	2,9
Unilmmo: Global	42	2.784.600.000	66.300.000	252.621	6.015	0,0091	6	42.104	84,7	10,6	4,7	56,9	43,1
grundbesitz europa	39	3.014.900.000	77.305.128	269.861	6.920	0,0090	3	89.954	86,2	9,5	4,3	100	0
KanAm grundinvest Fonds	52	6.127.572.483	117.837.932	476.228	9.158	0,0078	3	158.743	93,1	5,8	1,1	100	21,3
DEKA-ImmobilienGlobal	32	3.052.093.850	95.377.933	193.873	6.059	0,0064	6	32.312	91,6	6,8	1,6	38,5	61,5
grundbesitz global	51	3.221.900.000	63.174.510	175.365	3.439	0,0054	3	58.455	74,2	22,9	2,9	53,4	46,6
Gesamt	1.509	91.224.117.660	60.453.358	11.386.102	7.545	0,0179							

Quelle: Jahresberichte 2010/20111

# 3 ANALYSE AUS WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHER SICHT

---

## 3.1 TREND ZUR GREMIENBILDUNG

Unternehmensentscheidungen werden zunehmend nicht mehr von einem einzelnen Experten, sondern von Teams von Entscheidern getroffen.<sup>5</sup> Begründet wird dieser Trend in der populären Diskussion häufig mit einer wachsenden Komplexität der sich stellenden Probleme und einer Tendenz hin zu einer „Demokratisierung“ von Entscheidungsprozessen. Die Gremienbildung soll also einerseits zu einer höheren Qualität der Entscheidungen führen; insbesondere wenn es sich um komplexe Entscheidungen in einem unsicheren Umfeld handelt (was in der Praxis die Regel sein wird). Dies basiert auf der Vorstellung, dass Kollektiventscheidungen aufgrund von mehr Informationen und (möglicherweise divergenten) Standpunkten intensiver diskutiert und dadurch stärker sachlich fundiert werden. Darüber hinaus erhofft man sich vielfach eine stärkere Einbindung, der von der jeweiligen Entscheidung Betroffenen und dadurch eine höhere Legitimation der Entscheidung.

Ziel dieses Abschnittes ist es, aus einer wissenschaftlichen Perspektive heraus zu bewerten, unter welchen Umständen es sich als vorteilhaft erweist, Probleme und Aufgaben von Gruppen und nicht von einem Einzelnen lösen zu lassen. Abschnitt 3.2. betrachtet die verschiedenen Vor- und Nachteile von Einzel- bzw. Kollektiventscheidungen aus einer theoretischen Perspektive. Abschnitt 3.3. stellt die Ergebnisse der empirischen Studien, die es zu dieser Fragestellung gibt, dar. Abschnitt 3.4. fasst schließlich die Argumente zusammen.

---

<sup>5</sup> Insbesondere öffentliche Behörden und Gerichte treffen ab einer bestimmten Hierarchieebene Entscheidungen in der Regel kollektiv. Auch in der Wirtschaft werden als Kontrollorgane Betriebsräte und Aufsichtsgremien bestellt (siehe Übersicht in Anhang 6.1, S. 29).

## 3.2 WISSENSCHAFTLICHE ÜBERLEGUNGEN ZU KOLLEKTIVENTSCHEID VERSUS EINZELENTSCHEID

### **Grundstruktur des Begutachtungsprozesses**

Welche Gründe sprechen aus einer wissenschaftlichen Perspektive für einen Kollektiventscheid bzw. Einzelentscheid? Dazu ist es aus einer theoretischen Sicht sinnvoll, die *Tätigkeit der Gutachter* (als von der Kapitalanlagegesellschaft Beauftragte) in einerseits die *Informationsbeschaffung* über das entsprechende Objekt bzw. den relevanten Teilmarkt und andererseits die *Informationsverarbeitung* (d.h. die eigentliche Bewertung des Objekts) zu gliedern, wobei sich bei der Informationsverarbeitung Ermessensspielräume eröffnen. Welche Bewertung sich schlussendlich ergibt, hängt beim Kollektiventscheid wiederum davon ab, wie der *Abstimmungsprozess in der Gruppe* strukturiert ist.

### **Ziel der Begutachtungsprozesses**

*Ziel des Begutachtungsprozesses* aus Sicht der Anleger ist eine präzise, zeitnahe und kostengünstige Bewertung des Objekts. Anhand dieser Kriterien wird der Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid erfolgen. Inwieweit diese Ziele erreicht werden, wird aus theoretischer Perspektive neben der *Qualifikation der Gutachter* auch von den *Anreizen* beeinflusst, denen sich die Gutachter gegenüber sehen. Neben dem Berufsethos spielen dabei die Art der Entlohnung sowie die Aussicht auf Wiederbeschäftigung (und damit verbundene Reputationsüberlegungen) potentiell eine Rolle.

### **Auswahl des theoretischen Ansatzes**

Zum Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid wird im Folgenden auf das moderne *mikroökonomische Analyseinstrumentarium* zurückgegriffen; insbesondere die Entscheidungs- und Spieltheorie (vgl. z.B. Feess, 2004). Ausgangspunkt ist dabei zunächst die Annahme, dass die beteiligten Akteure sich rational und strategisch verhalten, d.h. mögliche Reaktionen anderer Beteiligter antizipieren. Ergänzt wird die spieltheoretische Analyse durch jüngste Erkenntnisse der *Verhaltensökonomik*, die verschiedene systematische Abweichungen von perfekter Rationalität (z.B. bei der Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten) dokumentiert hat.

### **Kollektiventscheid versus Einzelentscheid aus theoretischer Perspektive**

Für den Vergleich von Kollektiv- und Einzelentscheid ergeben sich aus theoretischer Perspektive in Hinblick auf die Informationsbeschaffung, die Informationsverarbeitung und die Anreize der Gutachter die folgenden Überlegungen.

Bei der *Informationsbeschaffung* spricht für den Kollektiventscheid, dass durch die Beteiligung mehrerer Gutachter die zum Objekt und zum relevanten Teilmarkt zu beschaffenden Informationen und Unterlagen eine höhere Daten- und Informationsdichte aufweisen sollten als dies bei einem Einzelentscheid der Fall ist. Dabei ist zu beachten, dass dieser Effekt aus einer theoretischen Perspektive im Prinzip dadurch abgeschwächt werden könnte, dass sich durch die spätere Möglichkeit, auf die Einschätzungen seiner Kollegen zurückgreifen zu können, für den einzelnen Gutachter im Vergleich zu einem Einzelentscheid geringere Anreize ergeben, sich selbst umfassend zu informieren („Trittbrettfahrerverhalten“). Dieser Aspekt erscheint aber im vorliegenden Fall mit einem relativ kleinen Gutachtergremium und einem abgestuften, arbeitsteiligen Verfahren der Informationsbeschaffung (wie es in den gesetzlichen Regelungen und der Muster-Geschäftsordnung für SVAs angelegt ist) kaum von Bedeutung zu sein. Der Kollektiventscheid wird also bei der Informationsbeschaffung den Einzelentscheid dominieren.

Bei der *Informationsverarbeitung* werden die individuellen Einschätzungen der Gutachter zu einer abschließenden Bewertung zusammengeführt. In die individuellen Einschätzungen der Gutachter fließen dabei Überlegungen hinsichtlich der zum Stichtag erzielbaren marktüblichen Miete und der sich daraus ergebenden Marktrendite zum Stichtag ein. Aus der Verhaltensökonomik ist nun bekannt, dass ökonomischen Entscheidern bei Unsicherheit (z.B. hinsichtlich der zum Stichtag erzielbaren marktüblichen Miete oder des marktkonformen Kapitalisierungszinssatzes) zum Teil systematische Fehler unterlaufen. Für einen Kollektiventscheid würde vor diesem Hintergrund die interne Qualitätskontrolle (Mehr-Augen-Prinzip) bei der Bewertung sprechen, wenn sich aus den unterschiedlichen individuellen Einschätzungen ein besseres Gesamturteil ergibt.

Ob dies der Fall ist, hängt bei einem Kollektiventscheid entscheidend davon ab, nach welchem Verfahren die Bewertung aus den individuellen Einschätzungen gebildet wird.

Wenn die Gleichordnung der Gutachter (und deren Unabhängigkeit voneinander) nicht gewährleistet ist oder wenn einer der Gutachter eine dominante Rolle einnimmt, besteht die Gefahr, dass die Einschätzungen bestimmter Gutachter nicht substantiell in die Bewertung einfließen (z.B. weil abweichende Einschätzungen nicht geäußert oder ignoriert werden). Dieser Gefahr kann auf zweierlei Art begegnet werden. Zum einen sollte die Gleichordnung und Unabhängigkeit der Gutachter untereinander sichergestellt werden. Zum anderen sollten alle Gutachter im Idealfall eine erste Einschätzung abgeben ohne die Einschätzungen der anderen Gutachter zu kennen.

Die Anleger haben ein Interesse an einer präzisen Bewertung des jeweiligen Objekts, die von den Gutachtern geliefert werden soll. Aus einer theoretischen Perspektive heraus handelt es sich deshalb um ein so genanntes Prinzipal-Agenten-Problem, bei dem durch geeignete Anreize (Rahmenbedingungen) sichergestellt werden sollte, dass die Gutachter (als „Agenten“) eine möglichst präzise, marktorientierte und fundiert begründete Bewertung für die Anleger (als „Prinzipal“) liefern. Neben finanziellen Anreizen für eine möglichst präzise Bewertung werden Gutachter (einzeln oder als Kollektiv) auch an ihrer Reputation hinsichtlich der Güte Ihrer Einschätzungen interessiert sein. Durch die gemeinsame Verantwortlichkeit für die Bewertung ist auch beim Kollektiventscheid sichergestellt, dass sich daraus starke Anreize für eine fundierte Bewertung ergeben.

Ein weiterer wichtiger Aspekt in der Beziehung zwischen Anlegern, Fondsmanagement und Gutachtern ist, dass die Interessen der Anleger und die des jeweiligen Fondsmanagements nicht notwendigerweise gleichgerichtet sind. Aus diesem Grund erscheint es - unabhängig davon ob es sich um einen Kollektiv- oder Einzelentscheid handelt - von hoher Bedeutung zu sein, die Unabhängigkeit der Gutachter vom Fondsmanagement zu gewährleisten. Vor diesem Hintergrund sollte das Fondsmanagement so wenig wie möglich die Gutachter an sich binden können. Darüber hinaus ist der regelmäßige Wechsel der Gutachter (Rotation) gem. §77 InvG dazu geeignet, die Gefahr eines kollusiven Zusammenwirkens von Gutachtern und Fondsmanagement weiter zu minimieren. Die Gefahr einer derartigen Kollusion ist bei einem Kollektiventscheid (mit seiner gegenseitigen internen Kontrolle) wesentlich geringer einzuschätzen als bei einem Einzelentscheid. Zur Sicherstellung, dass

die Auswahl der Gutachter durch das Fondsmanagement nicht Interessen geleitet erfolgt, könnte angedacht werden, dass der unabhängige Vertreter der Anleger im Aufsichtsrat der

Bestellung von Gutachtern ausdrücklich zustimmen muss. Weiterhin wäre es sinnvoll, dass innerhalb des Sechs-Jahres-Zeitraums auch die Abbestellung der Gutachter nicht möglich ist, um die Unabhängigkeit gegenüber dem Fondsmanagement während der Tätigkeit zu verstärken.

Die folgende Tabelle fasst die Argumente zusammen.

**Tabelle 2:** Übersicht zur theoretischen Analyse

Kriterium	Kollektiventscheid
<b>Transaktionskosten</b>	
- Zeitaufwand	negativ
- (Lohn)-Kosten	neutral
<b>Informationsbeschaffung</b>	
- Trittbrettfahrerverhalten	neutral
- Sozialer Druck	positiv
- Mehrere Einschätzungen	positiv
<b>Informationsverarbeitung</b>	
- Analyse komplexer Zusammenhänge	positiv
- Interne Kontrolle	positiv
	Entscheidende Bedeutung (Unabhängigkeit und Gleichordnung): sicherstellen und erste Einschätzung anonym
- Abstimmungsverfahren	
<b>Prinzipal-Agenten-Problematik</b>	
- Reputationsanreize	neutral
- Unabhängigkeit vom Fondmanagement (Auswahl und Rotation)	Bei Einzel- und Kollektiventscheid wichtig
- Kollusionsgefahr (mit dem Fondmanagement)	positiv
<b>Evidenz</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gruppen sind rationaler, analytischer, machen weniger Fehler und sind strategischer.</li> <li>• Gruppen sind stärker eigennutzorientiert.</li> <li>• Gruppenentscheidungen sind problematisch in "Sozialen-Dilemma"-Situationen.</li> </ul>	



### 3.3 EMPIRISCHE EVIDENZ ZU KOLLEKTIVENTSCHEID VERSUS EINZELENTSCHEID

Die empirische Evidenz zu den verschiedenen theoretischen Hypothesen zum Unterschied von Kollektiventscheid und Einzelentscheid ist noch in einem frühen Stadium. Die existenten Studien beschäftigen sich zudem nicht direkt mit der Bewertung von Immobilien. Zwei Stränge der empirischen Literatur liefern aber dennoch Anhaltspunkte für den Vergleich von Kollektiventscheid und Einzelentscheid.

Zum einen sind dies empirische Studien zum Joint Audit im Bereich der Abschlussprüfung, bei dem Unternehmen von mehr als einem unabhängigen Abschlussprüfer geprüft werden. Diese Studien beziehen sich auf verpflichtende Joint Audits in Frankreich und Dänemark, sowie die Möglichkeit freiwilliger Joint Audits beispielsweise in Deutschland, Österreich oder Schweden (vgl. Baldauf und Steckel, 2012; Haapamäki et al., 2012; Lesage et al., 2012). Die Bewertung von Immobilien im Rahmen eines Sachverständigenausschusses ist mit Joint Audits konzeptionell hinreichend vergleichbar, um die empirischen Befunde zu Joint Audits für die vorliegende Diskussion relevant erscheinen zu lassen. Diese empirische Forschung liefert nun in der Tat erste Hinweise darauf, dass sich durch Joint Audits die Prüfqualität erhöhen lässt. Dabei sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die positiven Erfahrungen in Frankreich und Dänemark der EU-Kommission als Vorlage für das EU-Grundbuch für die Abschlussprüfer im Jahr 2011 gedient haben. Aus einer methodischen Perspektive ist an den empirischen Studien zum Joint Audit allerdings problematisch, dass sich verschiedene Länder natürlich nicht nur hinsichtlich ihrer Regelungen zur Abschlussprüfung unterscheiden. Bei einer freiwilligen Entscheidung für einen Joint Audit können darüber hinaus Selektionseffekte nicht ausgeschlossen werden, d.h. dass sich die Unternehmen, die sich für einen Joint Audit entscheiden, systematisch von Unternehmen unterscheiden, die dies nicht tun.

Diese methodischen Probleme werden in der experimentellen Wirtschaftsforschung zu Gruppenentscheidungen umgangen (vgl. Charness und Sutter, 2012). In der experimentellen Wirtschaftsforschung werden Entscheidungssituationen unter kontrollierten Bedingungen mit Versuchspersonen simuliert. Die Versuchspersonen erhalten dabei finanzielle Anreize für ein möglichst erfolgreiches Verhalten. Dadurch ist es

möglich nur einen Aspekt zu variieren (also im konkreten Fall Einzelentscheid versus Kollektiventscheid), das übrige Entscheidungsumfeld konstant zu halten und so den kausalen Effekt einer Veränderung der Entscheidungsfindung auf das Ergebnis zu messen. Diese Identifizierung eines kausalen Effekts ist mit Daten aus der Praxis schwieriger, da sich die Entscheidungssituationen, in denen ein Einzelentscheid angewendet wird, von den Entscheidungssituationen bzw. Rahmenbedingungen unterscheiden werden, in denen ein Kollektiventscheid zum Einsatz kommt (für eine Einführung in die experimentelle Wirtschaftsforschung vgl. z.B. Friedman und Cassar, 2004).

Aus den experimentellen Studien (die in der Regel Individualentscheidungen mit Gruppenentscheidungen von zwei bis drei Akteuren vergleichen) lassen sich die folgenden beiden Hauptkenntnisse destillieren:

Erstens, Gruppen verhalten sich bei Entscheidungen rationaler als Individuen. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die Kommunikation und den Austausch in der Gruppe. Konkret bedeutet dies, dass Gruppen analytischer vorgehen und ihnen weniger logische Fehler unterlaufen. Dies zeigt sich insbesondere bei der Bewertung unsicherer Ereignisse, bei denen Individuen immer wieder Fehler unterlaufen (vgl. z.B. Oechssler, Roider und Schmitz, 2009). Außerdem denken Gruppen strategischer, d.h. sie antizipieren das Verhalten anderer Akteure besser und reagieren entsprechend darauf.

Zweitens zeigt sich, dass Gruppen als Ganzes gegenüber anderen Akteuren stärker eigennutzorientiert agieren. Gruppen lassen sich also bei Ihren Entscheidungen tendenziell weniger von Fairness- oder Reziprozitätsüberlegungen im Hinblick auf andere Akteure leiten. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sich höhere Rationalität und Eigennutzorientierung in bestimmten Situationen (die jedoch die unabhängige Immobilienbewertung gerade nicht einschließen) für eine Gruppe als nachteilig erweisen können. Dies gilt für Situationen, in denen Kooperation mit Dritten Erfolg versprechender wäre als eine (kurzfristige) Orientierung auf den eigenen Erfolg. Dies ist in „Sozialen-Dilemma“-Situationen - wie z.B. dem berühmten Gefangenendilemma - der Fall, in denen nicht die Verfolgung des unmittelbaren Eigennutzes, sondern die (irrationale) Kooperation mit den anderen Akteuren den individuellen Gewinn maximieren würde.

Die experimentelle Wirtschaftsforschung identifiziert somit Dimensionen, in denen Gruppen bessere Entscheidungen treffen als Individuen. Allerdings existieren bisher noch keine systematischen Studien zur optimalen Größe von Gruppen, da sich die experimentellen Arbeiten im Wesentlichen auf Gruppen von zwei bis drei Individuen beschränken.

### 3.4 ERGEBNIS: EINZELENTSCHEID VERSUS KOLLEKTIVENTSCHEID AUS WISSENSCHAFTLICHER SICHT

Welches Fazit ergibt sich nun in der Zusammenschau aus der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung zu Einzelentscheid versus Kollektiventscheid? Informationsbeschaffung und Informationsverarbeitung zum zu bewertenden Objekt werden dazu vor dem Hintergrund des Ziels einer präzisen, zeitnahen und kostengünstigen Bewertung miteinander verglichen.

**Einzelentscheid.** Wenn es um die Geschwindigkeit der Entscheidungsfindung geht, dann ist ein Einzelentscheid dem Kollektiventscheid in der Regel überlegen. Außerdem wird ein Einzelentscheid häufig mit einem geringeren Mehraufwand an Kosten verbunden sein als ein Kollektiventscheid. Dabei ist jedoch zu beachten, dass – wie am Beispiel des Joint Audit diskutiert – Kollektivstrukturen möglicherweise auch zu einem stärkeren Wettbewerb und damit niedrigeren Preisen als beim Einzelentscheid führen können. Ein Einzelentscheid wäre darüber hinaus dann vorteilhaft, wenn es wichtig wäre, die Verantwortung für eine Entscheidung einem Einzelnen zuordnen zu können.

**Kollektiventscheid.** Der Hauptvorteil des Kollektiventscheids liegt in den tendenziell rationaleren, präziseren Entscheidungen von Gruppen im Vergleich zu Individuen. Gruppen gehen in der Regel analytischer vor und machen weniger logische Fehler; insbesondere beim Umgang mit Unsicherheiten. Zurückzuführen ist dies auf eine breitere Informationsbasis, zusätzliche Informationen und eine damit einhergehende vertiefte Kontrolle. Für Immobilienbewertungen ist dieser Aspekt aufgrund des hohen Ermessensspielraums von besonderer Bedeutung.

Ein weiterer positiver Effekt dieser vertieften Kontrolle bei einem Kollektiventscheid ist zudem die Reduktion der Kollusions- bzw. Korruptionsgefahr. Problematisch könnte es bei einem Kollektiventscheid sein, dass jedes einzelne Gruppenmitglied ggf. einen reduzierten

Anreiz hat, sich selbständig umfassend zu informieren. Diese Gefahr würde sich mit einer wachsenden Personenanzahl in der Gruppe, einer nicht klaren Zuordnung von Verantwortlichkeiten sowie einer Aufweichung der Haftung des einzelnen Gruppenmitglieds durch den Kollektiventscheid erhöhen. Die Begrenzung des §77 InvG auf genau drei Mitglieder im Sachverständigenausschuss und eine bei jeder Bewertung eindeutige Zuordnung der Tätigkeit der Gruppenmitglieder auf ihre Eigenschaft als Haupt- bzw. Nebengutachter verhindert dieses Problem.<sup>6</sup> Zudem sind in Wertgutachten die Tatsachenfeststellungen und die zugrunde gelegten Unterlagen, Informationen und Auskünfte detailliert schriftlich niederzulegen. Aufgrund der Honorarverteilung zwischen den Gruppenmitgliedern und der gesamtschuldnerischen Haftung aller Gruppenmitglieder im Außenverhältnis entsteht ein hoher sozialer und finanzieller Druck auf jedes einzelne Ausschussmitglied, die ihm zugewiesene Tätigkeit umfassend und sorgfältig auszuführen. Von Bedeutung ist auch, dass sich für den Anleger durch die gesamtschuldnerische Haftung in Verbindung mit der individuellen Haftpflichtversicherung jedes Gutachters ein kumulativer Versicherungsschutz ergibt, der dreimal so hoch ist wie beim Einzelgutachter.

Bei einem Kollektiventscheid ist es darüber hinaus von zentraler Bedeutung, nach welchen Regeln die abschließende Entscheidung getroffen wird. Besonders wichtig erscheint eine Gleichordnung und Unabhängigkeit der Gruppenmitglieder untereinander, um Konformitätsdruck auszuschließen und das Gruppenpotential voll ausnutzen zu können. Beim Sachverständigenausschuss im Sinne des § 77 InvG ist die Gleichordnung aller Ausschussmitglieder gesetzlich vorgeschrieben. Um eine faktische Meinungsdominanz eines einzelnen Ausschussmitglieds zu vermeiden, könnte daran gedacht werden, erste Einschätzungen zu Bewertungsparametern zunächst simultan „im verschlossenen Umschlag“ abzugeben, (d.h. in Unkenntnis der Einschätzungen der Bewertungsparameter der anderen Ausschussmitglieder).

---

<sup>6</sup> Im Rahmen dieser Arbeit konnte die optimale Größe (Personenzahl) dieses Gremiums nicht eindeutig bestimmt werden. In jedem Fall ist es aber sinnvoll, die Anzahl der Personen zu begrenzen, um eine hohe Identifikation der Mitglieder mit der Arbeit des Gremiums zu erreichen.

## 4 SCHLUSSBETRACHTUNG

---

Der entscheidende Faktor für eine qualitative Überlegenheit der einen über die andere Methode ist ihr Kontext. Aus unserer Sicht überwiegen im Bereich der Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen eindeutig die Vorteile des Kollektiventscheids. Insbesondere die Problematik des hohen Ermessensspielraums bei der Bewertung wird vom Kollektiventscheid deutlich besser adressiert. Eventuelle Vorteile des Einzelentscheids sind für Immobilienbewertungen im Bestand nicht von Relevanz (bspw. Geschwindigkeit der Entscheidung) oder nicht bedeutsam (bspw. Kosten).

Aus wissenschaftlicher Sicht führt daher der Sachverständigenausschuss in der aktuellen Form zu einer deutlich besseren, d.h. präziseren Bewertung als Einzelgutachter. Insbesondere auch unter dem Aspekt der Unabhängigkeit der Gutachter ist der Kollektiventscheid dem Einzelentscheid vorzuziehen.

### **Erstellung auch des Ankaufsgutachtens durch den Sachverständigenausschuss**

Bei Ankaufsgutachten nach §67 Abs. 5 InvG kann unter Umständen der höhere zeitliche Aufwand von relevantem Nachteil sein. Dennoch sollte auch die Erstbewertung nur dann von einem Einzelgutachter durchgeführt werden dürfen, wenn dies die Umstände des Einzelfalls erfordern (bspw. Verkaufsverhandlungen unter Zeitdruck). Grundsätzlich sollte gerade die Erstellung eines Ankaufsgutachtens aufgrund der kritischen Weichenstellung für ein Immobilienportfolio durch einen – ggf. zusätzlichen - Sachverständigenausschuss erfolgen.

### **Einheitliche Bewertungsstandards für alle indirekten Anlagen**

Es sind daher auch keine Gründe erkennbar, die bei den verschiedenen Anlageformen (offene und geschlossene Fonds, REITs sowie Immobilien-Aktiengesellschaften) niedrigere Qualitätsstandards rechtfertigen würden. Auch wenn bei geschlossenen Konstruktionen die Bewertungsergebnisse nicht wie bei offenen Fonds zur Bemessungsgrundlage einer Auszahlung führen, ist die Bewertung dennoch von zentraler Bedeutung. Insbesondere bei

börsennotierten Vehikeln (REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften) ist zur ordnungsgemäßen Funktion des Kapitalmarkts, d.h. zur Kurspflege bzw. der korrekten Bewertung

der Aktien, die Verkehrswertermittlung des Immobilienvermögens die zentrale Informationsgrundlage. Bei geschlossenen Immobilienfonds hat die Bewertung eine besondere Bedeutung unter dem Aspekt des Anlegerschutzes. Ist zudem eine Notierung am Zweitmarkt beabsichtigt, gilt die o.a. Aussage für börsennotierte Vehikel analog. Geht man davon aus, dass bei offenen Immobilienfonds durch die intensive Beschäftigung aller an den verschiedenen Gesetzgebungsverfahren beteiligten Institutionen mittlerweile die Best Practice erarbeitet wurde, so sollte diese auch für alle anderen Vehikel verbindlich werden. Aus Sicht des Anlegers ist in allen Fällen eine unabhängige und präzise Bewertung zu fordern, die am besten der Kollektiventscheid gewährleisten kann.

## 5 LITERATURVERZEICHNIS

---

Baldauf, J. und R. Steckel (2012), „Joint Audit and Accuracy of the Auditor’s Report: An Empirical Study“, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, Vol. 5, S. 7-42.

Charness, G. und M. Sutter (2012), „Groups Make Better Self-Interested Decisions“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, S. 157-176.

Feess, E. (2004), *Mikroökonomie: Eine spieltheoretisch- und anwendungsorientierte Einführung*, Metropolis Verlag, Marburg.

Friedman, D. und A. Cassar (2004), *Economics Lab: An Introduction to Experimental Economics*, Routledge, London.

Gläsner, S.M., Thomas, M. und D. Schiereck (2010), „Lack of German Real Estate Fund Volatility – Is the Market or the Valuer to Blame“, in Gläsner, S.M. (Ed.), *Return Patterns of German Open-End Real Estate Funds – An Empirical Explanation of Smooth Fund Returns*, Peter Lang, Frankfurt, S. 35-56.

Haapamäki, E., Järvinen, T., Niemi, L. und M. Zerni (2012), „Do Joint Audits Improve Audit Quality? Evidence from Voluntary Joint Audits“, *European Accounting Review*, Vol. 21, S. 731-765.

Lesage, C., Ratzinger-Sakel, N. und J. Kettunen (2012), „Is Joint Audit Good or Bad? Efficiency Perspective Evidence From Three European Countries“, *Audit and Assurance Conference*, London.

Oechssler, J., Roider, A. und P. Schmitz (2009), „Cognitive Abilities and Behavioral Biases“, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 72, S. 147-152.

Soltani, B. und C. Rekik (2011), „Factors Affecting Audit Fees in Europe: France, Germany, and the UK“, *Diskussionspapier*, Universite Paris 1 Pantheon-Sorbonne.

Ranker, D. (2006), *Immobilienbewertung nach HGB und IFRS: Auslegung, Konzeption und Einzelfragen der Bilanzierung des Anlagevermögens*, Erich von Schmidt, Berlin (30. Oktober 2006)

Schnaidt, T. und S. Sebastian (2011), „German Valuation: Review of Methods and Legal Framework“, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 30(2), S. 145-158.



# 6 ANHANG

---

## 6.1 GREMIEN IN DER ÖFFENTLICHEN VERWALTUNG

- **Verwendung bei erhöhtem Entscheidungsspielraum**
- **verschiedenste Arten von Beratungs-/Entscheidungseinheiten: Führungskollegien, Ausschüsse, Planungs-/Projektgruppen, Konferenzen usw.**
- Rat der EZB: Oberstes Beschlussorgan, Festlegung Richtlinien Geldpolitik
- Bundes- /Länder- /Gemeindeparlamente, Parteigremien
- Berufungen von Hochschullehrern im Berufungsausschuss (§ 18 Abs. 4 Bayr. Hochschulpersonalgesetz)
- kollegiale Leitungsorgane der Verwaltung (Universitäten, Kliniken, Lehrerkollegien)
- Berufungsprüfungen: Industrie- und Handelskammer, Handwerkskammer (Prüfungsausschuss mind. 3 Mitglieder (§40 Abs. 1,2 BBiG))
- Kollegialorgane der Sozialträger und Kirchen (z.B. Vertreterversammlung KBV mit 60 Mitgliedern (§ 77 Absatz 4 SGB V))
- Gutachterausschüsse der öffentlichen Behörden
- Europäischer Rechnungshof (EuRH, Art. 285-287 AEU-Vertrag)

### Sachverständigenausschüsse

- Bundesverband unabhängiger Pflegesachverständiger und Pflegeberaterinnen e.V. (Beschlussgremium §213 Abs.2 SGB V, z.B. Festsetzung von Arzneimittelfestbeträgen)
- SV-Rat für Umweltfragen (GMBl. 1972, Nr. 3, Seite 27, Gutachten für die Bundesregierung, Rat besteht aus 7 Universitätsprofessoren verschiedener Disziplinen)
- SV-Rat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SachVerstRatG, Gutachten & Darstellung der wirtschaftlichen Lage und Entwicklung)
- SV-Ausschuss Kapitalanlagegesellschaften (InvG §77, SVA aus 3 SV)
- SV-Ausschuss im Deutschen Institut für Normung (DIN) (Normenausschüsse des DIN führen interessierte Kreise für ein Normungsvorhaben zusammen, nach Beschluss öffentliches Einspruchsverfahren für Norm-Entwürfe)

## 6.2 GREMIEN IN DER JURISDIKTION: KOLLEGIAL-GERICHTE

- Ein vorsitzender Richter und mind. zwei beisitzende Richter, z.B. Kammern/Senate.
- §15a BVerfGG: Berufung/Zusammensetzung von Kammern: jede Kammer besteht aus 3 Richtern.

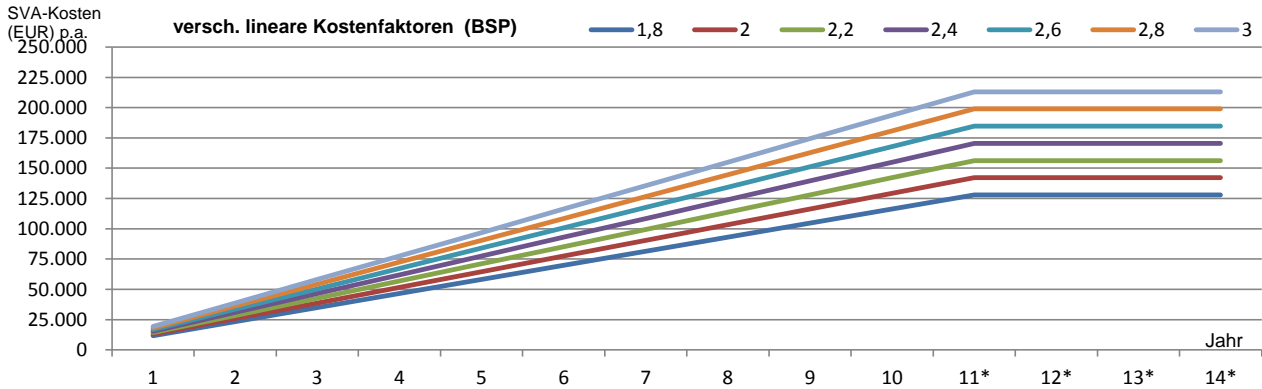
### 6.3 GREMIEN IN DER WIRTSCHAFT: KONTROLLORGANE MIT ENTSCHEIDUNGSKOMPETENZ

- **Vorstand**
- **Betriebsrat** (Arbeitnehmervertretung, §80 BetrVG) - Übertragen von Aufgaben an Ausschüsse; Betriebsvereinbarungen von Betriebsrat und Arbeitgeber (§BetrVG)
- **Aufsichtsrat** (§ 95 AktG: mind. 3 Mitglieder, §107 AktG: AG, KGaA, (GmbH freiwillig)), einige Geschäfte nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats (§111 AktG)

### 6.4 GREMIEN IN DER WIRTSCHAFT: KONTROLLORGANE OHNE EIGENE ENTSCHEIDUNGSKOMPETENZ

- **Interne Revision:** organisationsinterne Prüfungen (AktG § 91 Abs.2: Überwachungssystem, evtl. KWG § 25a Abs.1 Nr.1)
- **Rechnungswesen:** Wirtschaftsprüferordnung (§2 WiPrO): Joint Audit (Gemeinschaftsprüfung, Prüfungsstandard IDW PS 140)
- **Finanzwesen**  
Kreditwirtschaftsgesetz (KWG): Kreditausschuss §13 Abs.2 KWG: Einstimmiger Beschluss aller Geschäftsleiter für Großkredite  
Ratingagenturen (Zur Banken-/Finanzaufsicht, SolvV §52: Anerkennung Ratingagentur durch BaFin): Ratingempfehlung von zwei Analysten (Junior- und Senior-Analyst), Rating-Komitee entscheidet darüber (Anlehnung an internationalen Standard IOSCO-Kodex)

Immobilienfonds Deutschland & Ausland (Quelle: VGF (Branchenzahlen 2012, 2011, 2010))							Ergebnisse	
	Platziertes EK 2012 Σ = 2780,48 Mio. €		Platziertes EK 2011 Σ = 3085,58 Mio. €		Platziertes EK 2010 Σ = 2347,24 Mio. €		Platziertes EK p.a. (Mio. €) Ø 2010-2012	
Mio. €	nach Fonds	nach Initiator	nach Fonds	nach Initiator	nach Fonds	nach Initiator	nach Fonds	nach Initiator
<b>Anzahl</b>	129	44	139	45	152	51	9,13	32,29
Minimum	0	1,87	0	1,14	0	0,23		
25. Quartil	3,67	11,62	2,95	9,90	2,79	10,87		
Durchschnitt	21,55	63,19	22,20	68,57	14,67	45,99		
<b>Median</b>	<b>9,48</b>	<b>28,62</b>	<b>9,45</b>	<b>38,38</b>	<b>8,46</b>	<b>29,87</b>		
75. Quartil	16,5	71,11	28,045	81,76	18,85	70,44		
Maximum	215,07	430,07	350,7	514,33	117,21	210,50		



SVA-Kosten p.a. nach Initiator	IV nach Initiator (Mio. €)	Kostenfaktor (BSP)						
		1,8	2	2,2	2,4	2,6	2,8	3
Jahr								
1	64.580.000	11.624	12.916	14.208	15.499	16.791	18.082	19.374
2	129.160.000	23.249	25.832	28.415	30.998	33.582	36.165	38.748
3	193.740.000	34.873	38.748	42.623	46.498	50.372	54.247	58.122
4	258.320.000	46.498	51.664	56.830	61.997	67.163	72.330	77.496
5	322.900.000	58.122	64.580	71.038	77.496	83.954	90.412	96.870
6	387.480.000	69.746	77.496	85.246	92.995	100.745	108.494	116.244
7	452.060.000	81.371	90.412	99.453	108.494	117.536	126.577	135.618
8	516.640.000	92.995	103.328	113.661	123.994	134.326	144.659	154.992
9	581.220.000	104.620	116.244	127.868	139.493	151.117	162.742	174.366
10	645.800.000	116.244	129.160	142.076	154.992	167.908	180.824	193.740
11*	710.380.000	127.868	142.076	156.284	170.491	184.699	198.906	213.114
12*	710.380.000	127.868	142.076	156.284	170.491	184.699	198.906	213.114
13*	710.380.000	127.868	142.076	156.284	170.491	184.699	198.906	213.114
14*	710.380.000	127.868	142.076	156.284	170.491	184.699	198.906	213.114

SVA-Kosten p.a. nach Initiator	IV nach Initiator (Mio. €)	Degressiver Kostenfaktor (BSP)	SVA-Kosten p.a. (€)
Jahr			
1	64.580.000	3,00	19.374,00
2	129.160.000	2,90	37.456,40
3	193.740.000	2,80	54.247,20
4	258.320.000	2,70	69.746,40
5	322.900.000	2,60	83.954,00
6	387.480.000	2,50	96.870,00
7	452.060.000	2,40	108.494,40
8	516.640.000	2,30	118.827,20
9	581.220.000	2,20	127.868,40
10	645.800.000	2,10	135.618,00
11*	710.380.000	2,00	142.076,00
12*	710.380.000	2,00	142.076,00
13*	710.380.000	2,00	142.076,00
14*	710.380.000	2,00	142.076,00

#### Annahmen:

- 1) Grandfathering für Altfonds (keine jährliche Bewertung nach KAGB)
- 2) EK-Platzierung 2014-2028 analog ØEK-Platzierung 2010-2012
- 3) ØFK-Quote 50%
- 4) SVA: 1 Hauptgutachter, 2 Nebengutachter
- 5) ab dem 11. Jahr gleichbleibendes Immobilienvermögen (Neuaufgaben von Fonds werden durch Fondsaufösungen ausgeglichen)
- 6) SVA-Kosten auf empirischer Basis (2 bis max.3 BSP)

