

ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. - Wallstraße 16 - 10179 Berlin

An die Mitglieder des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestages

Per Mail: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

**Präsident:**  
Dr. Andreas Mattner

**Vorstand:**  
Ulrich Höller  
Dr. Eckart John von Freyend  
Friedrich Wilhelm Patt  
Prof. Dr. Wolfgang Schäfers  
Bärbel Schomberg  
Christian Ulbrich  
Thomas Zinnöcker

Berlin, 8.3.2013

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU  
über die Verwalter alternativer Investmentfonds  
(AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG – Drucksache 17/12294)**

Sehr geehrte Frau Dr. Reinemund,

für die Möglichkeit zur Stellungnahme bedanken wir uns herzlich.

Der Zentrale Immobilien Ausschuss e.V. (ZIA) vertritt die Interessen des Immobilienmarktes und seiner Akteure. Wir erlauben uns, der Stellungnahme zu den Einzelregelungen des Diskussionsentwurfs einige grundsätzliche Bemerkungen zum Hintergrund unserer Positionierung voranzustellen, die aus unserer Sicht im Hinblick auf einige spezielle Aspekte des Immobilienmarktes und der besonderen Betroffenheit der indirekten Immobilienanlagen geboten sind.

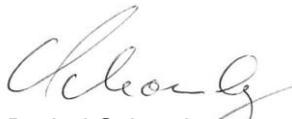
Diese sowie die detaillierten Vorschläge dazu finden Sie in der beigefügten Stellungnahme. Zudem haben wir ein [Gutachten der IREBS](#) beigefügt, welches die volkswirtschaftliche Bedeutung der indirekten Immobilienanlage belegt.

Für Rückfragen stehen wir gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Handwritten signature of Dr. Andreas Mattner in black ink.

Dr. Andreas Mattner  
(Präsident)

Handwritten signature of Bärbel Schomberg in black ink.

Bärbel Schomberg  
(Vizepräsidentin)

**Präsidium:**  
Dr. Georg Allendorf  
Klaus Beine  
Jan Bettink  
Claus-Matthias Böge  
Matthias Böning  
Stefan H. Brendgen  
Jean-Christophe Bretxa  
Claus-Jürgen Cohausz  
Prof. Thomas Dilger  
Wolfgang Egger  
Birger Ehrenberg  
Andreas Engelhardt  
Dr. Jürgen Gehb  
Günter Manuel Giehr  
Bernhard H. Hansen  
Dr. Jochen Keysberg  
Werner Knips  
Barbara A. Knoflach  
Dr. Reinhard Kutscher  
Matthias Leube  
Franz Meiers  
Dr. Matthias Müller  
Rainer Nonnengässer  
Oliver Porr  
Klaus Raps  
Dr. Georg Reutter  
Rupprecht Rittweger  
Martin Schramm  
Prof. Dr. Matthias Thomas  
Dirk Tönges  
Peter Tzeschlock  
Dr. Hans Volkert Volckens  
Dr. Marc Weinstock  
Claus Wisser

**Geschäftsführer:**  
Axel von Goldbeck (Sprecher)  
Klaus-Peter Hesse

**Zentraler Immobilien  
Ausschuss e.V.  
German Property Federation**  
Wallstraße 16, 10179 Berlin  
T: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 0  
F: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 29  
[info@zia-deutschland.de](mailto:info@zia-deutschland.de)  
[www.zia-deutschland.de](http://www.zia-deutschland.de)

**Büro Brüssel:**  
Rue du Commerce 31  
B-1000 Bruxelles  
Telefon: +32 (0) 2 - 792 10 05  
Telefax: +32 (0) 2 - 792 10 10

VR 25863 B (Berlin-Charlottenburg)

## Inhaltsverzeichnis

I	Einleitende Anmerkungen.....	3
1	Herausforderungen der Immobilienwirtschaft.....	4
2	Volkswirtschaftliche Funktionen indirekter Immobilienanlagen.....	4
3	Anforderungen von Investoren an indirekte Immobilienanlagen.....	5
3.a	Institutionelle Investitionen.....	5
3.b	Private Investitionen / Kleinanleger.....	6
4	Aktuelle Rahmenbedingungen.....	7
II	Grundsätzliche ZIA-Forderungen .....	9
III	Anmerkungen im Detail.....	10
1	Anwendungsbereich des Gesetzes (§ 1 Abs. 1 KAGB-E) .....	10
1.a	Einschränkung der Definition in § 1 Abs. 1 KAGB-E folgt der europarechtlichen Intention.....	10
1.b	Weitere Klarstellungen dringend geboten.....	10
1.c	Trotz frühzeitiger Hinweise an die BaFin bis heute keine Klärung .....	11
1.d	Nationale Regulierungsbehörden sind zum Handeln aufgerufen.....	11
1.e	Sachgerechte Begrenzung des Tatbestands ist möglich und in der Gesetzesbegründung zutreffend angelegt.....	11
1.f	Kreis der potentiell betroffenen Unternehmen sehr groß .....	14
2	Definition des semi-professionellen Anlegers .....	
	(§ 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB-E).....	15
2.a	Stellungnahme des Bundesrats .....	15
2.b	Definition des semi-professionellen Anlegers überprüfen .....	16
3	Offene Immobilien-Publikumsfonds.....	17
3.a	Entwicklung der offenen Immobilienfonds .....	17
3.b	Bestandschutz der offenen Immobilienfonds.....	17
3.c	Ausgestaltung der neuen offenen Immobilienfonds.....	18
3.d	Erweiterung des Katalogs der erwerbbaaren Vermögensgegenstände für offene Immobilienfonds (§ 231 Abs. 3 KAGB-E) .....	20
3.e	Abwicklung des Sondervermögens (§ 100 KAGB-E) .....	20
4	Offener Immobilien-Spezial-AIF: Konzernausnahmetatbestand (§ 2 Abs. 3 KAGB-E) .....	21
5	Geschlossene Immobilien-Publikums-AIF.....	22
5.a	Risikomischung .....	22
5.b	Beschränkung der Kreditaufnahme .....	23
5.c	Vorfinanzierung des Vermögensgegenstandes.....	25
5.d	Anforderungen an Treuhänder.....	26
6	Übergangsregelungen .....	26
6.a	§ 353 Abs. 1 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal der zusätzlichen Anlagen tätigen .....	27
6.b	§ 353 Abs. 1 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal „ausschließlich“ .....	28
6.c	§ 353 Abs. 3 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal Laufzeit spätestens am 21. Juli 2016 abgelaufen .....	28
7	Weitere Kritikpunkte.....	29
7.a	Bewertung .....	29
7.b	Erlaubnispflicht der KVG .....	32

# **Stellungnahme des Zentralen Immobilien Ausschusses zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG – Drucksache 17/12294)**

## **I Einleitende Anmerkungen**

Das vorliegende Gesetz dient zunächst der Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL). Allerdings wird weit mehr als nur eine Transformation der europarechtlich gebotenen Regeln in das deutsche Recht vorgenommen. Vielmehr sollen vorliegend umfangreiche Produktregulierungen eingeführt werden, die weitgehend keinen gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben folgen. Der ZIA fordert daher, bei der Regulierung insbesondere die Anleger mit ihren spezifischen Bedürfnissen, die Vehikel mit ihren auf diese Bedürfnisse angepassten Produktspezifika sowie die Auswirkungen auf den Immobilienmarkt im Blick zu behalten.

Aus dem Umstand, dass 80% des gesamten Bruttoanlagevermögens zu Wiederbeschaffungspreisen in Deutschland in Höhe von rd. 14 Billionen Euro in 2011 Immobilien sind, wird die große volkswirtschaftliche Bedeutung deutlich. Änderungen in der Regulierung von Immobilieninvestitionen könnten deshalb Auswirkungen auf das nationale Anlagevermögen haben und „sollten daher vor einer Verabschiedung besonders sorgfältig auf mögliche schädliche Auswirkungen überprüft werden“<sup>1</sup>. Zudem trägt die Immobilienwirtschaft mit fast 20% zum BIP<sup>2</sup> bei. Es dürfen daher Veränderungen in der Versorgung der Wirtschaft mit Eigenkapital bei der Würdigung des Gesetzesvorhabens nicht unbeachtet bleiben.

Wenn durch regulatorische Eingriffe Strukturveränderungen bei indirekten Immobilienanlagen eintreten, können diese auch signifikante Auswirkungen auf die Immobilienmärkte und damit auf die Volkswirtschaft insgesamt entfalten. Der Einfluss auf die Volkswirtschaft ist u.a. deshalb so groß, weil über Vermögenseffekte Konjunkturimpulse gesetzt werden. Hinzu kommt, dass bei Verwerfungen auf den Immobilienmärkten wegen der hohen Fremdkapitalaufnahme Rückwirkungen auf die Stabilität des Bankensektors zu befürchten sind.

Aufgrund des großen Anteils am Bruttoinlandsprodukt und der starken gesamtwirtschaftlichen Verflechtung<sup>3</sup> haben Bewegungen auf Immobilien- und Baumärkten starke Verwerfungen auf die Gesamtwirtschaft zur Folge. Die deutschen Wohnungsmärkte sind im Vergleich zu den britischen, den US-amerikanischen

---

<sup>1</sup> Just, Sebastian, Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen, 2013

<sup>2</sup> Voigtländer, Michael / Gans, Paul / Westerheide, Peter, Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, 2009

<sup>3</sup> Für das Grundstücks- und Wohnungswesen zeigen die aktuellen Input-Output-Tabellen beispielsweise einen gesamten Input-Koeffizienten von 2,7 an. Dieser Wert liegt um das Vierfache höher als der mittlere Input-Koeffizient aller Branchen. Die Größe und Verflechtung des Sektors kommt hier deutlich zum Ausdruck, vgl. Destatis 2008.

oder den spanischen Wohnungsmärkten von geringeren Schwankungen betroffen, denn es gab weniger und weniger starke Zyklen.<sup>4</sup> Auch die Gewerbeimmobilienmärkte in Deutschland sind deutlich weniger zyklisch als andere europäische oder die US-amerikanischen Märkte. Um diese relative Stabilität der deutschen Immobilienmärkte nicht zu gefährden, sollten jedoch Eingriffe erst nach einer Folgen-Nutzen-Abwägung und auch nur sehr behutsam vorgenommen werden. Substantielle Änderungen der Regulierung bedürfen vor diesem Hintergrund einer besonderen Rechtfertigung.<sup>5</sup>

## **1 Herausforderungen der Immobilienwirtschaft**

Die deutsche Immobilienbranche steht in den nächsten Jahren und Jahrzehnten vor immensen, auch finanziellen Herausforderungen. Durch die von der Politik beschlossene Antwort auf den Klimawandel werden erhebliche Investitionen für eine klimagerechte Sanierung des Immobilienbestandes notwendig. Zudem wird der demographische Wandel die Immobilienbranche insbesondere im Wohnungssektor zu erheblichen Investitionen zwingen. Dies allein macht deutlich, dass die Immobilienwirtschaft auch künftig eine hohe Nachfrage nach Kapital haben wird.

Die Finanzierungssituation der Immobilienwirtschaft ist dabei derzeit nicht unkritisch. Sowohl die Fremd- als auch die Eigenkapitalversorgung stehen aufgrund einer in dieser Intensität einmaligen Regulierungswelle vor großen Umbrüchen. Allein die Umsetzung von Basel III wird zu einer Verknappung von Fremdkapital in der Immobilienfinanzierung führen. Gleichzeitig steht auch die Refinanzierung von Immobiliendarlehen aus den Boomjahren 2005 bis 2008 an.

Die Immobilienwirtschaft ist in besonderem Maße auf verlässliche regulatorische Rahmenbedingungen angewiesen. Wenn die Kreditwirtschaft wegen mannigfaltiger Ursachen Fremdkapital nur noch sehr restriktiv zur Verfügung stellt, erhalten das Eigenkapital als Finanzierungsform und damit die Kapitalsammelstellen eine deutlich größere Bedeutung für die Branche. Fallen jedoch diese als Finanzierungsquellen weg oder werden durch Regulierungsmaßnahmen zurückgedrängt, sind Finanzierungsengpässe unausweichlich, die Abhängigkeit von der klassischen Bankenfinanzierung nimmt weiter zu. Aus unserer Sicht ist jedoch das geeignete Zusammenspiel der verschiedenen Finanzierungsformen ein entscheidender Punkt für eine stabile Volkswirtschaft. Denn insbesondere die Abhängigkeit von einzelnen Marktteilnehmern kann als Baustein von systemischen Risiken lokalisiert werden.

## **2 Volkswirtschaftliche Funktionen indirekter Immobilienanlagen**

Für die Volkswirtschaft sind Intermediäre notwendig, um das knappe Kapital in die jeweils sinnvollste Verwendung zu lenken. Indirekte Immobilienanlagen fun-

---

<sup>4</sup> Vgl. Just/Ebner 2006.

<sup>5</sup> Vgl. Just, Sebastian, Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen

gieren als solche Kapitalsammelstellen. Besonders große Investitionen wie beispielsweise Wohnanlagen, Handels- oder Logistikimmobilien können in der Regel nur durch einen eingeschränkten Investorenkreis direkt finanziert werden. Daher muss das Kapital von vielen Kapitalgebern zunächst transaktionskosteneffizient eingesammelt werden, da sich ansonsten alle Anleger zu jedem Zeitpunkt über alle Investitionsmöglichkeiten informieren müssten.

Zusätzlich können Größeneffekte generiert werden, denn professionelle Akteure der Immobilienmärkte können effizienter agieren und der Anleger kann sich im Vergleich zur direkten Investition relativ besser vor Extremrisiken schützen.

Die indirekten Immobilienanlagen haben deshalb mehrere volkswirtschaftliche Funktionen, von denen keine übersehen werden darf. Zudem haben die verschiedenen Vehikel einen stabilisierenden Effekt auf den Immobilienmarkt, denn sie agieren überwiegend nicht gleichlaufend – sowohl hinsichtlich Timing als auch hinsichtlich Volumen. Dadurch können vermehrte Verkäufe des einen Vehikels „zumindest teilweise durch die Kaufbereitschaft eines anderen aufgefangen“<sup>6</sup> werden. Dadurch können Marktschwankungen abgeschwächt werden. Das macht deutlich, dass alle bisherigen Vehikel in ihrer grundlegenden Struktur erhalten bleiben müssen.

Auf der anderen Seite sind sowohl private als auch institutionelle Investoren auf der Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten. Folglich ist es von entscheidender Bedeutung, dass Angebot und Nachfrage bei geeigneten Rahmenbedingungen zusammentreffen können.

### **3 Anforderungen von Investoren an indirekte Immobilienanlagen**

#### **3.a Institutionelle Investitionen**

Für institutionelle Investoren sind Investitionen in Immobilien interessant, weil sie einen relativ sicheren und konstanten Cash-Flow, ähnlich den Zinszahlungen bei Anleihen, bieten und dem Interesse nach langfristigen Anlagen entsprechen. Mit diesen Vorteilen geht aber zwangsläufig einher, dass Immobilien(direkt)investitionen relativ hohe Managementaufwendungen erfordern und die Transaktionskosten hoch sind. Institutionelle Investoren suchen daher nicht selten mittelbare Anlagen, um von deren Vorteilen – wie der leichteren Übertragbarkeit von Anteilen im Vergleich zum (Mit-) Eigentum an Immobilien – zu profitieren. Zudem kann ein professionelles Management eingekauft werden.

Daneben hat die Risikodiversifikation des Portfolios bei institutionellen Investoren eine herausragende Bedeutung. Bei einigen Anlegergruppen, etwa Versicherungen, ist eine Streuung der Anlage bereits gesetzlich verankert.

---

<sup>6</sup> Vgl. Just, Sebastian, Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen

### 3.b Private Investitionen / Kleinanleger

Auch für private Investoren ist unter dem Gesichtspunkt der Risikodiversifikation des Portfolios eine Beimischung von Immobilienanlagen interessant. Zudem sind Immobilien als Sachwert zumindest vergleichsweise wertstabil und erfreuen sich deswegen gerade in Krisenzeiten großer Beliebtheit.

Vor dem Hintergrund der Euro-Diskussion und historisch niedrigen Zinsen investieren derzeit viele Investoren in deutsche Immobilien. Trotz des anhaltenden Interesses kann dabei von einer Immobilienblase weder bei Wohn- noch bei Gewerbeimmobilien die Rede sein. Denn aufgrund der restriktiven Kreditvergabe, der Finanzierung mit langfristig festgeschriebenen Zinssätzen sowie dem im internationalen Vergleich hohen durchschnittlichen Eigenkapitaleinsatz ist eine Überhitzung des Marktes in Deutschland derzeit nicht absehbar. Die derzeit noch dazu an nur wenigen Standorten zu beobachtenden Preisentwicklungen der Immobilien stehen im Einklang mit der Mietpreis- sowie der allgemeinen Einkommensentwicklung. Dies wird durch verschiedene jüngere Studien eindeutig belegt.<sup>7</sup>

Für Kleinanleger ist eine unmittelbare Immobilienanlage jedoch mit erheblichen Risiken verbunden. Sie stellt ein „Klumpenrisiko“ dar, weil die jeweilige Immobilie regelmäßig einen Großteil des Vermögens bildet und damit der Aufbau eines risikodiversifizierten Portfolios nicht möglich ist. Im Falle von fremdvermieteten Immobilien darf ferner die zu erbringende Managementleistung nicht unterschätzt werden, was ein Outsourcing der Managementleistung an fachkundige Personen (auch für die Nutzer der Immobilie) sinnvoll macht. Direktanlagen in Immobilien sind daher für diesen Anlegerkreis zumeist keine zweckmäßige Form, so dass auch für die meisten privaten Anleger indirekte Anlageformen empfehlenswert sind.

Für eine Aufnahme von Immobilien in das Portfolio privater Anleger sprechen weiterhin der demographische Wandel sowie die daraus resultierenden Probleme der staatlichen Rentenversicherung. Diese Entwicklung macht den Aufbau einer zusätzlichen privaten Altersabsicherung notwendig. Die Rolle von Immobilien ist dabei unbestritten. Institutionelle Anbieter von Altersvorsorgeprodukten sind jedoch außerordentlich anleihelastig und halten bisher vergleichsweise kleine Immobilienanteile in ihren Portfolios. Dies wirkt sich auch bei der betrieblichen Altersversorgung aus. Durch die sinkenden Renditen erhöht sich derzeit die Deckungslücke bei den zugesagten Pensionsleistungen. Diese Finanzierungslücken belasten die Unternehmensergebnisse der Realwirtschaft erheblich und führen letztlich auch zu Steuerausfällen. Versicherungen und Pensionskassen werden durch anstehende Regulierungen wie Solvency II auch nicht unbedingt dazu er-

---

<sup>7</sup> Henger, Ralph / Pomogaiko, Kirill / Voigtländer, Michael, 2012, Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt, in: IW Trends, 39. Jg., Heft 03, S. 1-15 sowie Mayer, Thomas / Möbert, Jochen, 2012, Immobilienpreise im Euroraum, in: Aktuelle Themen DB Research, Frühjahrsgutachten der Immobilienwirtschaft

mutigt, diesen Anteil zu erhöhen, auch wenn dies zur Aufrechterhaltung eines attraktiven Garantiezinses dringend erforderlich wäre.

Dies unterstreicht die Notwendigkeit geeigneter indirekter Immobilienanlagemöglichkeiten für private bzw. Kleininvestoren mit einem langfristigen Anlagehorizont. Die Bereitschaft breiter Bevölkerungsschichten zu einem systematischen Immobiliensparen kann bei interessengerechten Immobilienprodukten daher vorausgesetzt werden.

Bei der Abwägung, welche indirekte Anlageform gewählt wird, ist die zugrunde liegende Strategie ausschlaggebend, denn es werden je nachdem, ob eine risikominimierende Anlagestrategie oder eine eher spekulative Strategie verfolgt wird, die durch das Ausnutzen von Marktzyklen und damit unterschiedlicher Preisniveaus geprägt ist, unterschiedliche Vehikel passend sein (Blind-Pool vs. Single Asset Funds). Ebenso ist entscheidend, ob ein aktives oder passives Portfoliomanagement angestrebt wird, d. h. die Risikodiversifikation auf der Ebene des Fonds selbst oder durch den Anleger erfolgen soll. Die Immobilienvehikel sind durch ihre grundlegenden Produktcharakteristika an diese unterschiedlichen Strategien angepasst.

#### **4 Aktuelle Rahmenbedingungen**

Folgende mittelbare Anlagen in Immobilienportfolios sind derzeit möglich und üblich:

- offene Publikums- und Spezialfonds (Sondervermögen)
- geschlossene Fonds (in der Regel als Personenhandelsgesellschaften)
- REITs und Immobilienaktiengesellschaften.

Die Schließung und Abwicklung einer Reihe von Publikumsfonds im Zuge der Finanzkrise haben breite Anlegerschichten verunsichert. Die erkannten Defizite in der Regulierung offener Fonds wurden jedoch durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnSFuG) im Wesentlichen beseitigt. Die seither notwendig gewordenen Abwicklungen sind noch auf den vor Inkrafttreten des AnSFuG bestehenden Regulierungsrahmen zurückzuführen. Die Begrenzung des jederzeitigen Rückgaberechts für größere Beträge hat bereits dazu geführt, dass das Produkt für institutionelle Investoren wesentlich an Attraktivität verloren hat; wie die Entwicklung der Anlagevolumina seit Verabschiedung des Gesetzes zeigt, können die Änderungen des § 80c InvG gewährleisten, dass sowohl den Interessen der Kleinanleger Rechnung getragen als auch die Stabilität des Produkts gesichert wird. Insoweit ist der vom Gesetzgeber gewollte Lenkungseffekt bereits eingetreten.

Offene Spezialfonds erfreuen sich weiterhin bei institutionellen Investoren uneingeschränkter Beliebtheit, wie die weiter steigende Anzahl der Fonds und die Nettozuflüsse zeigen. Weder in der Vergangenheit noch heute haben sich Liquiditäts- oder strukturelle rechtliche Probleme gezeigt.

In Deutschland aufgelegte geschlossene Fonds zeichnen sich bisher dadurch aus, dass sie regelmäßig keine risikodiversifizierten Anlagen bieten, sondern hauptsächlich Single-Asset-Funds sind. Weil sie in ein dem Anleger im Zeitpunkt der Zeichnung schon bekanntes Objekt investieren, besitzen sie ein spezifisches, klar definiertes Chancen- und Risikoprofil. Allerdings gibt es für die meist in der Rechtsform der (Publikums-)Kommanditgesellschaft (KG) aufgelegten Produkte keinen liquiden Zweitmarkt. Gleichwohl ist der geschlossene Fonds ein von den Sondervermögen deutlich abgegrenztes Produkt mit spezifischen Merkmalen für eine Anlegergruppe, für welche die Mittelabflüsse durch Rückgaben der Anleger eine untergeordnete Bedeutung haben.

Der Markt für börsennotierte Immobiliengesellschaften ist dagegen in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern noch immer von untergeordneter Bedeutung. Die in Deutschland weit verbreitete Abneigung von Kleinanlegern gegen Aktieninvestments und damit verbundene Kursschwankungen trifft börsennotierte Immobilienaktien im besonderen Maße. Die Börsenkurse weichen teilweise erheblich und über längere Zeiträume von den Net-Asset-Value-Werten ab, so dass viele Anleger dieses zusätzliche Risiko scheuen. Denn bei börsennotierten Gesellschaften kommt zu den Risiken der Wertentwicklung der von der Gesellschaft gehaltenen Objekte das Börsenkursrisiko hinzu. Mit dem REIT-G hat der Gesetzgeber allerdings einen wesentlichen, wenn auch noch ergänzungsbedürftigen Beitrag zur Schaffung eines stabilen und eigenkapitalstarken Aktienvehikels geleistet, welches das international bestehende Vertrauen langfristig rechtfertigen dürfte und auf nationaler Ebene zunehmend Vertrauen gewinnen sollte.

Mit diesen Instrumenten stellt der Gesetzgeber bisher indirekte Immobilienanlagen zur Verfügung, die insgesamt sowohl national als auch international den Bedürfnissen der Anleger entsprechen. Die in Teilen erforderliche Weiterentwicklung ist durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz bereits erfolgt. Ein darüber hinausgehender Eingriff in die Produkte ist hingegen nicht geboten bzw. sollte nur so erfolgen, dass sich die Produkte hinsichtlich ihrer spezifischen Ausgestaltungen nicht so verändern, dass die stabilisierende Marktwirkung unterbunden würde.

## II Grundsätzliche ZIA-Forderungen

Auch wenn gewisse wirtschaftliche Nebenwirkungen, insbesondere die konsolidierenden Auswirkungen von Marktregulierungen nicht vermeidbar und möglicherweise sogar gewünscht sind, müssen alle etwaigen schädlichen Effekte mit den angestrebten Zielen abgewogen werden. Andernfalls läuft das Gesetzesvorhaben Gefahr, um den Preis des vermeintlichen Verbraucherschutzes oder der Ausschaltung vermuteter Restrisiken bei der Fristentransformation wesentliche andere Belange aus den Augen zu verlieren. Das gilt in diesem Fall besonders für die Frage der Finanzierungsfähigkeit, aber auch für die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Immobilienmarktes. Diesem Anspruch wird der Gesetzesentwurf in Teilen noch nicht gerecht.

Aufgrund der bereits bestehenden bzw. absehbaren Problematik bei der Verfügbarkeit von Fremdkapital durch den Ausfall wesentlicher Immobilienfinanzierer bzw. der Einschränkung der Geschäftstätigkeit anderer muss die Gründung von Eigenkapitalsammelstellen eher befördert als eingeschränkt werden. Es ist daher dafür Sorge zu tragen, dass eine Vielfalt von flexiblen anleger- bzw. investoren-gerechten Produkten zur Verfügung steht und möglichst viele Marktteilnehmer auf diesem Markt zugelassen sind. Andernfalls werden Marktkonzentrationen befördert und Produktinnovationen behindert.

Europarechtskonforme Regulierungsstrukturen in anderen Ländern Europas dürfen nicht außer Acht gelassen werden. Andernfalls werden Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage eröffnet. Vor diesem Hintergrund ist darauf hinzuweisen, dass zahlreiche andere Länder Europas nicht nur eine Eins-zu-eins-Umsetzung der AIFM-Richtlinie planen, sondern durchaus ebenfalls attraktive indirekte Immobilienvehikel zur Verfügung stellen. Zumindest im Bereich der Spezialfonds kann davon ausgegangen werden, dass die Arbitragemöglichkeiten von Immobilieninvestoren auch genutzt werden.

Unterschiedliche Anleger- und Anbietergruppen haben unterschiedliche Anlageinteressen. Um diesen Wünschen zu entsprechen, sollten möglichst flexible Modelle vorhanden sein, um den individuellen Anlagemotiven entgegen zu kommen. Das vorgelegte [IREBS-Gutachten](#) (siehe Anlage) beschreibt deutlich, warum es unterschiedliche Vehikel mit den spezifischen Ausprägungen geben muss. Eine einheitliche Regulierung würde dem nicht Rechnung tragen.

### **Petitum:**

- Breites Spektrum an verschiedenen Formen von Anlagevehikeln ermöglichen.
- Wirtschaftliche Auswirkungen auf die Immobilienmärkte berücksichtigen – Finanzierungs- und Wettbewerbsfähigkeit des Immobilienstandortes Deutschland sichern.

### III Anmerkungen im Detail

#### 1 Anwendungsbereich des Gesetzes (§ 1 Abs. 1 KAGB-E)

Von entscheidender Bedeutung sowohl für die Wirtschaft als auch für die Aufsichtsbehörden ist eine sichere Bestimmung des Anwendungsbereichs des Gesetzes. Der vorliegende Gesetzentwurf definiert § 1 Abs.1 KAGB-E Investmentvermögen wie folgt:

*„Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.“*

In Abweichung zu den europarechtlichen Vorgaben in Art. 4 Abs.1 AIFM-RL nimmt die obige Definition durch den Zusatz *„kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“* eine Klarstellung vor. Denn der auf europäischer Ebene gewählte rein materielle Fondsbegriff neigt dazu, im Wortlaut zu weitgehend zu sein. Es besteht hierdurch die Gefahr, dass eine Vielzahl von operativ tätigen Unternehmen in den Anwendungsbereich fällt, die nicht Gegenstand der vorliegenden Regulierung sind. Der vorliegende Gesetzesentwurf nimmt diese erkannte Schwäche zum Anlass und versucht diese überschießende Tendenz durch den klarstellenden Halbsatz in § 1 Abs. 1 KAGB-E zu begrenzen; vgl. auch die Gesetzesbegründung zu § 1 Abs.1 KAGB-E auf S. 368.

##### **1.a Einschränkung der Definition in § 1 Abs. 1 KAGB-E folgt der europarechtlichen Intention**

Der ZIA begrüßt diese Klarstellung ausdrücklich. Diese entspricht im Übrigen der Auffassung der European Securities and Markets Authority (ESMA) in dem am 9. Dezember 2012 veröffentlichten Consultation Paper zu den guidelines on key concepts of the AIFMD. Darin wird ausdrücklich klargestellt, dass ein Organismus nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen soll, der als *„ordinary company with general commercial purpose“* zu qualifizieren ist; vgl. Annex V – Draft guidelines on key concepts of the AIFMD der ESMA (Annex, Punkt VI. 9. (a)).

##### **1.b Weitere Klarstellungen dringend geboten**

Trotz dieser begrüßenswerten Klarstellung zum Begriff des Alternative Investment Fund (AIF) bleibt die Gefahr bestehen, dass die weite Formulierung in vielen Sachverhalten der mittelbaren Kapitalanlage im Immobiliensektor zu großen Abgrenzungsschwierigkeiten führen wird.

Sowohl auf europäischer als auch nationaler Ebene wird die Reichweite der AIFM-Richtlinie kontrovers diskutiert, ohne für die potentiell betroffenen Marktteil-

nehmer eine abschließende Klärung des Anwendungsbereichs der Richtlinie und des diese in nationales Recht umsetzenden Gesetzes zu erreichen.

### **1.c Trotz frühzeitiger Hinweise an die BaFin bis heute keine Klärung**

Der ZIA hat sich frühzeitig in die Diskussion eingebracht und auf die Notwendigkeit einer Konkretisierung hingewiesen. Insbesondere die Frage nach der Einbeziehung von Immobiliengesellschaften – unter Einschluss von REITs – in den Anwendungsbereich der vorgenannten Richtlinie und deren Umsetzung in der Bundesrepublik haben wir frühzeitig als klärungsbedürftig sowohl gegenüber der Europäischen Kommission, der ESMA und nicht zuletzt der BaFin aufgeworfen.

Auf unser Schreiben vom 5. November **2011(!)**, mit dem wir auf das Problem aufmerksam gemacht haben, haben wir bisher seitens der BaFin bis heute keine schriftliche Antwort erhalten. Am 4. September 2012 haben wir darüber hinaus umfangreiche Vorschläge für eine sachgerechte Ausgestaltung des Anwendungsbereichs und möglicher Abgrenzungskriterien unterbreitet. Dieses [Schreiben](#) finden Sie in der Anlage. Auch diese Vorschläge wurden bis dato nicht aufgegriffen.

### **1.d Nationale Regulierungsbehörden sind zum Handeln aufgerufen**

Die Kommission hat sich wiederholt sowohl gegenüber dem ZIA, der BaFin als auch gegenüber dem Bundesfinanzministerium (BMF) dahingehend geäußert, dass eine generelle Aussage, ob REITs und (börsennotierte) Immobilienaktiengesellschaften in den Anwendungsbereich der AIFM-RL und damit unter das KAGB-E fallen, nicht getroffen werden kann. Vielmehr sei eine jeweilige Einzelfallprüfung notwendig, bei der anhand der jeweiligen inhaltlichen Ausgestaltung der zu beurteilenden Gesellschaft festzustellen ist, ob ein AIF vorliegt. Eine Aussage zur generellen Beurteilung bestimmter Rechtsformen sei daher nicht möglich (substance over form).

Dies ist aus Sicht des ZIA als Gestaltungsauftrag an die nationalen Aufsichtsbehörden zu verstehen. *Mit Blick auf die verbleibende Zeit ist es unabdingbar*, dass auf nationaler Ebene kurzfristig klargestellt wird, dass insbesondere operativ tätige Unternehmen wie bestandshaltende Immobiliengesellschaften nicht als AIF zu qualifizieren sind.

### **1.e Sachgerechte Begrenzung des Tatbestands ist möglich und in der Gesetzesbegründung zutreffend angelegt**

Zunächst ist es aus unserer Sicht unstrittig, dass es *nicht* Ziel der AIFM-Richtlinie ist, immobilienbezogene Aktivitäten schlechthin zu erfassen. Ferner ist im europäischen Gesetzgebungsverfahren deutlich geworden, dass nicht jedwede Investitionstätigkeit von Unternehmen den Regelungsgegenstand bilden soll. Die europäische Kommission verfolgt vielmehr das Ziel, alle fondsspezifischen Akteure und Tätigkeiten, die erheblichen Risiken unterliegen, einer angemessenen

nen Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen; unregulierte *Fonds*-Produkte auf dem Finanzmarkt sollen nicht mehr möglich sein.

Zutreffend wird in der Begründung (S. 368) des Gesetzes das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie als Abgrenzungskriterium benannt. Eine derartige Strategie ist – wie zutreffend ausgeführt wird – nur dann gegeben, wenn schriftlich genau bestimmt ist, nach welchen Kriterien das eingesammelte Kapital angelegt werden soll, und damit in einer über eine allgemeinen Geschäftsstrategie hinausgehenden Umfang Ausführungen zur Anlagepolitik gemacht werden. Eine festgelegte Anlagestrategie unterscheidet sich damit von einer allgemeinen Geschäftsstrategie eines operativ tätigen Unternehmens dadurch, dass die Anlagekriterien genau bestimmt sind und die Handlungsspielräume des AIFM (in Deutschland als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) bezeichnet) in den Anlagebedingungen, der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag eingeschränkt sind.

Hiernach ist ein Kollektivinvestmentvehikel nur dann als AIF zu qualifizieren, wenn das zu untersuchende Vehikel im Vorfeld der Anlageentscheidung einer mit dem Investor fest vereinbarten Investmentstrategie folgt, die ohne eine Einwilligung durch den Anleger nicht verändert werden darf. Der Anwendungsbereich des Investmentrechts kann demnach nur dann eröffnet sein, wenn die Zielsetzung des Kollektivvehikels entsprechend eng auf einen Investmentzweck ausgerichtet ist.

Das Consultation Paper der ESMA führt dazu in Annex V, Draft guidelines on key concepts of the AIFMD Punkt IX. 16 u.a. zutreffend aus, dass eine Anlagestrategie nur dann vorliegt, wenn

- (i) bestimmt und bindend, spätestens zum Zeitpunkt der verbindlichen Anlageentscheidung der Investoren,
- (ii) in einem Dokument, das Bestandteil der Geschäftsbedingungen/Satzung ist (oder dort in Bezug genommen) wird,
- (iii) die Unternehmung selbst oder die sie verwaltende Person gegenüber den Investoren eine rechtlich durchsetzbare Verpflichtung besitzt, die festgelegte Anlagestrategie einzuhalten.

Abzugrenzen ist diese festgelegte Anlagestrategie zum Terminus Unternehmenszweck und der Formulierung von Unternehmenszielen. Diese gehen einer jeden rationalen unternehmerischen Entscheidung voraus und dienen lediglich der Entscheidungsfindung innerhalb eines ökonomisch handelnden Unternehmens.

Ebenfalls ist der gesetzlich geforderte Zweck der Gesellschaft, der regelmäßig weit und unbestimmt ist, nicht mit dem Terminus der Anlagestrategie gleichzusetzen. Denn der Gesellschaftsgegenstand macht für die Außenwelt lediglich den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft erkennbar und definiert das mit der Gesellschaft verfolgte Ziel. Der so im Gesellschaftsvertrag verankerte

Zweck gibt jedoch keine Antwort auf die Art und Weise der grundsätzlich im Ermessen der Geschäftsführung liegenden Entscheidungen zur Erreichung des Zweckes. Diese operative Ebene ist für den Gesellschafter grundsätzlich im Vorhinein nicht bekannt. Dies stellt demnach gerade keine Anlagestrategie dar.

Immobilien Gesellschaften unterscheiden sich in diesen Aspekten nicht von operativen Unternehmen anderer Sparten. Es handelt sich bei Immobilien Gesellschaften vielmehr um gewöhnliche Gesellschaften, deren Zweck vornehmlich auf den Erwerb, die Entwicklung, die Vermietung und Verpachtung sowie die Veräußerung von Immobilien gerichtet ist. Auch sie folgen einer an den Markterfordernissen kontinuierlich verifizierten Strategie, die vom Vorstand bzw. von der Geschäftsführung innerhalb des Unternehmensgegenstandes ohne eine Bindung an ein vorher mit den Investoren und Kreditgebern verbindlich vereinbartes Programm festgelegt wird. Die Einhaltung dieser Punkte unterliegt keiner aufsichtsrechtlichen Kontrolle durch eine Behörde.

Das Gleiche gilt auch für REITs. § 1 Abs. 1 REIT-G verpflichtet diese Gesellschaften zu einer konservativen bestandshaltenden Bewirtschaftung von Gebäuden, so dass sich die Tätigkeit im Wesentlichen auf das Vermieten, Erwerben und Veräußern von Immobilien beschränkt. Damit wird aber auch hier lediglich die „Leitidee“ der jeweiligen Gesellschaft umschrieben. Wie dieses Ziel erreicht werden soll und durch welche unternehmerischen Entscheidungen eine Umsetzung erfolgen soll, obliegt der Verantwortung des jeweiligen Vorstands. Damit unterscheiden sich REITs letztlich von den klassischen Immobilien Gesellschaften in der Hauptsache durch eine zwingende Börsennotierung sowie einem besonderen Besteuerungsregime, das dem Grundsatz der steuerlichen Transparenz folgt. Insofern kann für die hier betrachteten Zwecke das oben Gesagte auch für REITs gelten.

Bei deutschen REITs ist darüber hinaus folgendes zu berücksichtigen: REIT-AGs dürfen gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 3 REIT-G Anteile an einer REIT-Dienstleistungsgesellschaft halten, wobei die Grenzen der § 12 Nr. 2 lit. b) sowie Nr. 3 lit. b) REIT-G zu beachten sind. Der Gesetzgeber gestattet diesen Tochtergesellschaften nach § 3 Abs. 2 REIT-G, immobiliennahe Dienstleistungen für Dritte anzubieten. Als immobiliennah gelten neben den offenkundigen Facility-, Property sowie Asset Management auch Projektsteuerung und -entwicklungen als solche.

Dies verdeutlicht die ursprüngliche Konzeption des deutschen REIT als eindeutig operativ tätiges Unternehmen. Bei der Einführung des deutschen REIT-Gesetzes wurde in der BT-Drucks. 16/4026 (S. 15) zudem nochmals ausdrücklich dieser Charakter unterstrichen, indem ausgeführt wurde: „Um eine gute Corporate Governance sicher zu stellen und Interessenkonflikte zu minimieren, müssen Verwaltung und Führung der REIT-Aktiengesellschaft zudem wie im Aktiengesetz vorgesehen durch den Vorstand sowie den Aufsichtsrat erfolgen.“ Dies unterstreicht die Intention des Gesetzgebers, dass der REIT gerade kein dem Fonds vergleichbares Anlagevehikel sein sollte, sondern als operatives (börsennotier-

tes) Unternehmen wie andere Aktiengesellschaften betrachtet wurde. Daran ändert auch das jetzt vorliegende neue Regulierungswerk der AIFM-RL nichts, denn – wie ausgeführt – folgt der REIT ebenso wie andere Unternehmen keiner fest mit den Anlegern vereinbarten Anlagestrategie. Folgerichtig führte der Gesetzgeber seinerzeit aus, dass der deutsche REIT keiner speziellen Produkt- und Managementaufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegen soll. Der erforderliche Schutz der Anleger und Kapitalmärkte soll vielmehr durch die Nutzung der Instrumente des Kapitalmarktes selbst erreicht werden. Dazu wird der REIT-Aktiengesellschaft eine obligatorische Börsennotierung mit einem nicht unerheblichen und auf Dauer sicherzustellenden Streubesitz vorgeschrieben.

Nach den hier aufgezeigten Kriterien erscheint eine sachgerechte Eingrenzung des Anwendungsbereiches der AIFM-Richtlinie sowie des jetzt im Entwurf vorliegenden KAGB möglich. Insbesondere scheiden hiernach sowohl (börsennotierte) Immobiliengesellschaften als auch REITs aus.

#### **1.f Kreis der potentiell betroffenen Unternehmen sehr groß**

Neben den hier genannten Immobilienaktiengesellschaften und REITs ist der Kreis der von der bestehenden Rechtsunsicherheit betroffenen Unternehmensformen erheblich. Insbesondere ist aus Sicht des ZIA auch die Qualifikation von Wohnungsbaugenossenschaften unklar.

Vor dem Hintergrund der Debatte um den Wohnungsneubau ist diese Rechtsunsicherheit nicht hinnehmbar. Das Problem verschärft sich dramatisch durch die geplanten Rechtsformgebote für Immobilien-AIF (§§ 91 Abs. 3, 139 KAGB-E). Die Regelung sieht die eingetragene Genossenschaft nicht als zulässige Rechtsform vor, so dass hierdurch bei einer Qualifikation von Wohnungsbaugenossenschaften als AIF das Aus dieser bewährten Institution bevorstehen würde. Im Übrigen erlauben wir uns, auf weitere Konsequenzen der Einbeziehung von Immobilienunternehmen in den Anwendungsbereich der AIF aufmerksam zu machen und fügen unser [Schreiben vom 30. November 2012 an die Mitglieder des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages sowie die BaFin](#) bei.

#### **Petition:**

In der Gesetzesbegründung sollte über die bereits jetzt enthaltene Klarstellung zum Anwendungsbereich des Gesetzes ein Negativkatalog aufgenommen werden, dass jedenfalls bestandshaltende Immobiliengesellschaften und REITs nicht als AIF zu qualifizieren sind, da sie operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors sind.

Ein Zuwarten bis zu einer Veröffentlichung der BaFin ist für die betroffenen Kreise nicht hinnehmbar. Die im beiliegenden Schreiben vom 30. November 2012 aufgezeigten möglichen Konsequenzen sind derart weitreichend und für den deutschen Immobilienmarkt von so einschneidender Bedeutung, dass eine nun-

mehr schnellstmögliche Klärung noch im Gesetzgebungsprozess von herausragender Bedeutung ist.

## **2 Definition des semi-professionellen Anlegers (§ 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB-E)**

Wir begrüßen zunächst, dass es durch die Einführung dieser zusätzlichen Anlegerklasse u. a. Stiftungen, Arbeitgeberverbänden, berufsständischen Versorgungswerken oder kirchlichen Einrichtungen weiterhin ermöglicht wird, insbesondere in inländische Spezial-AIF zu investieren.

### **2.a Stellungnahme des Bundesrats**

Der vom Bundesrat geäußerten Bitte, im weiteren Gesetzgebungsverfahren zu prüfen, ob es erforderlich ist, in den § 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB-E eine Regelung aufzunehmen, wonach jeder Anleger in offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen schon dann unter die Definition des semi-professionellen Anlegers fällt, wenn er sich verpflichtet, einen bestimmten Mindestbetrag zu investieren, steht der ZIA grundsätzlich aufgeschlossen gegenüber.

§ 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB-E enthält die Definition des semi-professionellen Anlegers. Das KAGB-E stellt semi-professionelle Anleger, bei denen es sowohl im Hinblick auf das Investitionsvolumen als auch auf ihre Expertise gerechtfertigt ist, professionellen Anlegern gleich. Diese Regelung ist zu begrüßen, denn eine Reihe institutioneller Anleger (wie etwa Stiftungen, Arbeitgeberverbände, berufsständische Versorgungswerke und kirchliche Einrichtungen) qualifizieren – wie zutreffend ausgeführt wird – nicht als professionelle Kunden im Sinne von Anhang II der Finanzmarktrichtlinie 2004/39/EG (MiFID). Jedoch machen diese einen erheblichen Teil der deutschen Anleger in Spezialfonds aus, so dass die Regelung des § 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB-E in Verbindung mit § 1 Abs. 6 KAGB-E eine sinnvolle und europarechtskonforme Lösung darstellt, um so diesem Investorenkreis eine maßgeschneiderte und professionell verwaltete indirekte Immobilienanlage zu eröffnen. In der Stellungnahme des Bundesrats wird zu Recht darauf hingewiesen, dass die Anlehnung der Definition des semi-professionellen Anlegers im Gesetzentwurf an den Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (BR-Drs. 822/11) in ihren Anforderungen weitgehend ist. Die unter diesen Verordnungsvorschlag fallenden qualifizierten Risikokapitalfonds tätigen riskante Investitionen. Vor diesem Hintergrund sind die durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu prüfenden Anforderungen wie Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse des Anlegers verständlich. Bei Investitionen in inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen liegt ein ähnliches Risikoprofil allerdings nicht vor. Für solche Spezial-AIF gelten grundsätzlich die Regelungen für offene Publikumsfonds, von denen unter bestimmten Voraussetzungen abgewichen werden kann.

## **2.b Definition des semi-professionellen Anlegers überprüfen**

Aus Sicht des ZIA erscheint es darüber hinaus jedoch prüfenswert, bei der Definition des semi-professionellen Anlegers auf die Anforderungen in § 1 Abs. 19 Nummer 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe cc bis ee KAGB-E zu verzichten. Anleger sind über die Signalwirkung einer Mindestanlagesumme von EUR 200.000 sowie durch die erforderliche Risikobestätigung des Anlegers nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchst. a) Doppelbuchst. aa und bb KAGB-E ausreichend geschützt.

Die jetzt im Gesetzentwurf genannten Anforderungen würden in der Praxis auf Hindernisse in der Umsetzung stoßen. Sowohl die Wohlverhaltensregelungen der Finanzanlagenvermittlerverordnung als auch die konkreten Pflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) für Banken und Sparkassen erfordern die Prüfung, ob ein Anleger ein semi-professioneller Anleger ist, bereits vom jeweils vermittelnden Unternehmen. Durch § 1 Abs. 19 Nr. 33 lit. a) ee) KAGB-E erwächst nun zusätzlich der KVG die Verpflichtung, eine eigene Eignungsprüfung vorzunehmen. Dies würde erfordern, dass jeder Anleger einen zweifachen Evaluierungsprozess zu durchlaufen hätte. In der Praxis würde dies abschreckend wirken. Zudem bedeutete die zweite Evaluation inhaltlich einen überflüssigen bürokratischen Akt. Insbesondere entspräche es nicht den derzeitigen Gepflogenheiten in der Bankberatung, eine solche Prüfung im Wege der Auslagerung für die KVG vorzunehmen und dieser vertrauliche Daten ihres Kundenkreises, insbesondere von Kunden des sogenannten Private-Wealth-Bereiches, zuzuleiten.

Es steht zu erwarten, da der Kundendaten-Bestand insbesondere im Private-Wealth-Bereich das wichtigste Gut darstellt, dass keine Bank als Auslagerungspartner für KVG die Anlegerevaluation übernehmen wird und umgekehrt nur sehr wenige Anleger bereit sein werden, sich doppelt einem solchen Verfahren, um lediglich eine Kapitalanlage zu tätigen, unterwerfen werden. Die von ZIA begrüßte Erweiterung in Form des semi-professionellen Anlegers droht deshalb leerzulaufen.

Der Vorschlag hätte aus Sicht des ZIA auch keine Reduzierung des Schutzzumfangs für den Anleger zur Folge. Die Evaluierung des Kunden, die aufgrund der Wohlverhaltenspflichten des WpHG durchzuführen ist, ist in ihrer Schutzwirkung für den Anleger nach Auffassung des ZIA mindestens gleichwertig, wenn nicht sogar stärker. Vor dem Fondsbetritt hat die KVG zudem keinen direkten Kontakt zum Anleger. Nur der Vertrieb kann eine Bewertung von Kenntnissen und Erfahrungen etc. des Anlegers aufgrund der Sachnähe zutreffend vornehmen.

### **Petitum:**

Wir bitten um Prüfung, ob die Kriterien des § 1 Abs. 19 Nummer 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe cc bis ee KAGB-E verzichtbar sind. Der ZIA ist der Ansicht, dass die in § 1 Abs. 19 Nummer 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe aa KAGB-E

genannte Summe von 200.000 Euro sowie die Risikobestätigung des Anlegers gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe bb KAGB-E ausreichend ist.

### **3 Offene Immobilien-Publikumsfonds**

#### **3.a Entwicklung der offenen Immobilienfonds**

Offene Immobilienfonds können auf eine lange und insgesamt erfolgreiche Entwicklung zurückblicken. Das erste deutsche Produkt wurde 1959 aufgelegt, seit 1969 ist ein verlässlicher rechtlicher Rahmen vorhanden. Das Produkt ist etabliert und ermöglicht insbesondere Kleinanlegern die Kapitalanlage in ein risikodiversifiziertes Immobilienportfolio. Die als Folge der Finanzmarktkrise bei einigen offenen Publikums-Immobilienfonds eingetretenen Turbulenzen hat der Gesetzgeber zu Recht zum Anlass genommen, die erkannten Schwächen der rechtlichen Rahmenbedingungen durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) zu beseitigen. Die hierdurch in § 80c InvG aufgenommenen Regelungen führen aus der Sicht des ZIA zu einem angemessenen Ausgleich zwischen den Wünschen der Anleger nach Liquidität sowie der – der Anlageklasse Immobilien innewohnenden – Illiquidität einer langfristigen Anlage. Dass diese Maßnahmen von den Anlegern als zielführend eingestuft werden, zeigt nicht zuletzt der Umstand, dass diese Fonds keine signifikanten weiteren Mittelabflüsse mehr verzeichnen mussten, sondern im Gegenteil im Jahr 2012 Nettomittelzuflüsse von ca. 3 Mrd. EUR erfolgten.

Aus der Sicht des ZIA wäre es wünschenswert gewesen, dass sich die genannten Regeln des AnsFuG, die verpflichtend erst ab 1.1.2013 Anwendung finden müssen, zunächst in der Praxis bewähren können, bevor diese Reform vor schnell durch das KAGB-E überholt wird. Das nun gewählte Vorgehen könnte beim Publikum den fehlerhaften Eindruck wecken, dass die Regelungen des AnsFuG nicht ausreichend sind und das gerade wiedergewonnene Vertrauen in Immobilienfonds erneut erschüttern.

#### **3.b Bestandschutz der offenen Immobilienfonds**

Der ZIA begrüßt ausdrücklich, dass ein Bestandsschutz eingeführt wurde und die Neuauflage von offenen Immobilienfonds weiterhin möglich bleibt. Der Bestandsschutz bezieht sich gegenüber dem Referentenentwurf jedoch auf die Altanleger und nicht auf die Bestandsfonds und sieht vor, dass für die Altanleger, die ihre Anteile vor dem 22. Juli 2013 erworben haben, die bisherigen Regeln des AnsFuG weiterhin Geltung besitzen. Für Neuanleger sieht der Entwurf hingegen vor, dass diese jegliche Rückgaben nur noch unter Einhaltung einer zwölfmonatigen Kündigungsfrist zu einem bestimmten in den Anlagebedingungen genannten Termin vornehmen können; § 255 Abs. 2 Satz 1 KAGB-E.

Dies ist jedoch aus Sicht der Praxis kritisch zu beurteilen. Durch die Regelung würden gerade Bestandsfonds nicht mehr optimal weiterentwickelt werden kön-

nen. Es käme zu einer Ungleichbehandlung von Alt- und Neuanlegern im gleichen Fonds, was vor dem Hintergrund des im KAGB-E niedergelegten Gleichbehandlungsgrundsatzes aller Anleger bedenklich ist.

Durch das Recht der Altanleger, ihre Anteile bis zu einem Gegenwert von 30.000 Euro pro Halbjahr täglich zurückgeben zu können, würde die Anlage für Neuanleger gegenüber der Anlage in einen gänzlich neuen Fonds unattraktiver. Übersteigt das Rückgabevolumen der Altanleger die genannte Grenze, können diese zudem börsentäglich ihre Anteile mit einer Frist von einem Jahr zurückgeben. Neuanleger hingegen können ihre Anteile nur unter Einhaltung einer einjährigen Kündigungsfrist zu einem festen Termin im Jahr, der von der KVG festgelegt wird, kündigen. Das bedeutet im schlechtesten Fall für den Neuanleger, dass dieser eine Frist von einem Jahr und 364 Tagen hinnehmen muss.

Im Falle umfänglicher Rückgabeverlangen durch die Altanleger besteht die Gefahr, dass Neuanleger das Liquiditätsrisiko ausschließlich tragen müssten. Gerade bei temporären Marktverwerfungen tragen damit die Neuanleger letztlich allein das Risiko überproportionaler negativer Kursentwicklungen. Neuanleger würden Bestandsfonds daher künftig voraussichtlich meiden. Dadurch würden die Risiken für die Altanleger größer, da in der Zukunft der Fonds nicht optimal Anlagechancen nutzen könnte, weil diesem keine neue Liquidität zufließen wird. Die Regelung würde aus der Sicht des Anlegerschutzes auf Dauer das Ziel verfehlen. Zusätzlich führt eine Schaffung unterschiedlicher Anlegerklassen zu einer höheren Komplexität des Fonds, was die Steuerung des Fonds zusätzlich erschweren würde.

**Petition:**

Es wird deshalb vorgeschlagen, statt des Anlegers dem gesamten Fonds den Bestandsschutz zuzusprechen.

### **3.c Ausgestaltung der neuen offenen Immobilienfonds**

Die Regeln zur Ausgestaltung neuer offener Immobilienfonds sehen neben der Streichung der jederzeitigen Rückgabe von Anteilen bis zu einem Betrag von 30.000 Euro pro Anleger im Halbjahr auch Modifikationen bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile vor. Den Veränderungen hinsichtlich der Ausgabe, die künftig nur noch maximal viermal pro Jahr erfolgen soll, stehen wir ebenso wie den künftig nur bei Einhaltung einer zwölfmonatigen Kündigungsfrist zu einem festen Termin möglichen Rückgaben ablehnend gegenüber.

Gerade für Kleinanleger sind die jetzigen Regelungen des AnsFuG günstiger, ohne die Sicherheit der Sondervermögen zu beeinträchtigen. Insbesondere für diese Investorengruppe ist eine schnelle Liquidierbarkeit in Notfällen ein herausragendes Produktmerkmal. Fehlende Regelungen in diesem Bereich werden diese Anlegergruppe von künftigen Investments voraussichtlich abhalten und führen zu den eingangs dargelegten negativen Auswirkungen sowohl auf das Anlegerportfolio als auch auf den Immobilienmarkt.

Das Produkt wird durch die vorgeschlagenen Änderungen deutlich unflexibler. Der Anlegerschutz und der Wunsch der Anleger nach möglichst hoher Frequenz bei der Ausgabe und Rückgabe (mit jährlicher Kündigung) müssen besser austariert werden. Dies könnte z.B. dadurch gelingen, dass weiterhin eine tägliche Ausgabe ermöglicht wird und Kündigungen börsentäglich mit einer Frist von 12 Monaten erfolgen können. Dadurch werden das Liquiditätsmanagement deutlich vereinfacht und die Run-Risiken wirksam vermieden.

Die eingeschränkte Ausgabe von Anteilen macht es nahezu unmöglich, auf diese Weise ein Immobilien-Sondervermögen neu aufzubauen. Denn auch um eine jährliche Rückgabemöglichkeit zu ermöglichen, muss im Liquiditätsmanagement Vorsorge getroffen werden. Durch die eingeschränkte Ausgabe sind jedoch starre Grenzen gesetzt. Denn ohne die börsentägliche Ausgabe kann nur mit der Liquidität gerechnet werden, die am letzten Ausgabestichtag vorhanden war, um sicherzustellen, dass die angekündigten Rückgaben auch erfüllt werden können. Ggf. müssten bereits aus Sicherheitserwägungen Objektverkäufe eingeleitet werden. Eine maximal viermalige Ausgabe wäre damit nicht ausreichend, denn das Fondswachstum wäre davon abhängig, wie sich das Marktumfeld an diesen Terminen gestaltet und die KVG könnte als Marktteilnehmer nicht mehr so flexibel agieren. Fonds mit derartigen Ausgestaltungen würden sich auch nicht mehr für Sparpläne für Kleinanleger eignen. Zudem würden die Kunden, die einmalig einen Betrag anlegen wollen, nicht erst den nächsten Ausgabetermin abwarten müssen, zu dem die Konditionen (Anteilsscheinwert) nicht bekannt sind. Es entspricht auch nicht dem Anlegerschutz, wenn die Gelder zunächst geparkt werden müssten.

Zudem sollte wegen des besseren Liquiditätsmanagements die Rücknahme für neue Fonds nicht nur an einem festen Termin erfolgen. Eine tägliche angekündigte Rücknahme mit einer Frist von zwölf Monaten würde eine erhebliche Verbesserung des Liquiditätsmanagements bedeuten, aber im Ergebnis das Run-Risiko ebenso vermindern wie bei der vorgeschlagenen Rückgabe zu einem festen Termin. Auch bei einem festen Termin hätte der Fonds ebenfalls zwölf Monate Zeit, um die notwendige Liquidität sicherzustellen. Eine Beschränkung auf einen festen Termin hätte vielmehr den Nachteil, dass Auszahlpläne mit monatlichen Auszahlungen für Kleinanleger nicht mehr darstellbar wären. Das Produkt wäre für diese Klientel nicht mehr attraktiv.

Der Wegfall des Freibetrags in Höhe von 30.000 € für neue Fonds wird jedoch nicht abgelehnt, da dies für alle Anleger eines neuen Fonds gleichermaßen gilt. Hierdurch wird auch eine klare Abgrenzung der Bestandsfonds und der Neufonds erzielt. Die Bestandsfonds müssten eine erheblich höhere Liquiditätsquote vorhalten, was sich ggf. auf die Fondsrendite auswirken könnte. Damit wäre auch für den Anleger ersichtlich, dass die tägliche Verfügbarkeit mit Abstrichen bei der Rendite bezahlt werden muss.

**Petitum:**

Der ZIA schlägt deshalb vor, folgende Änderungen bei der Ausgabe und Rückgabe vorzunehmen:

- Börsentägliche Ausgabe zulassen
- Börsentägliche Rückgabe mit zwölfmonatiger Kündigungsfrist zulassen

**3.d Erweiterung des Katalogs der erwerbbaeren Vermögensgegenstände für offene Immobilienfonds (§ 231 Abs. 3 KAGB-E)**

Gemäß § 231 Abs. 3 KAGB-E dürfen für Immobiliensondervermögen auch Gegenstände erworben werden, die zur Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände des Immobilien-Sondervermögens erforderlich sind. Hierunter sind insbesondere dienende und nützliche Gegenstände zu verstehen, die im Verhältnis zu den Immobilien nur in untergeordnetem Verhältnis stehen.

In der jüngeren Praxis hat sich in diesem Zusammenhang die Frage gestellt, ob Photovoltaikanlagen als erwerbbarer Gegenstand im Sinne der Norm qualifizieren, da diesen bei der energetischen Planung von Gebäuden nach der Energieeinsparverordnung 2009 eine wichtige Rolle zukommt. Wir bitten daher um Klärstellung, dass derartige Anlagen als taugliche Vermögensgegenstände eingestuft werden können.

**3.e Abwicklung des Sondervermögens (§ 100 KAGB-E)**

Gemäß § 100 Abs. 1 KAGB-E geht in Fällen, in denen das Recht der KVG zur Verwaltung des Sondervermögens erlischt, in den dort näher bestimmten Fällen das Sondervermögen auf die Verwahrstelle über. Diese Übertragung löst Grunderwerbsteuer aus. Befreiungstatbestände, welche die Steuerbelastung reduzieren könnten, existieren nicht. Diese wären aber ohnehin für im Ausland belegene Immobilien nicht relevant.

Durch diese Grunderwerbsteuerbelastung werden effektiv die Investoren belastet, da eine rein rechtliche Zurechnung entscheidend ist, obwohl die Bewegung der Immobilien zu keinem wirtschaftlichen Vorteil führt. Dennoch knüpft die Grunderwerbsteuer an den bloßen Rechtsträgerwechsel an. Es gibt keinen hinreichenden Grund, weshalb bei einer Liquidation eines offenen Immobilienfonds Grunderwerbsteuer doppelt oder mehrfach anfallen soll.

Dies gilt vor allem für den Fall der Übertragung von der KVG auf die Verwahrstelle (§ 100 Abs. 1 KAGB-E). Die Verwahrstelle ist in diesen Fällen mit einem Insolvenzverwalter zu vergleichen, der im Interesse der Gläubiger oder – im Fall der Verwahrstelle – der Anleger, das Vermögen bestmöglich verwertet. Nach einer Auslegungsentscheidung der BaFin (Geschäftszeichen: WA 42-Wp 2136-2012/0039) vom 27. November 2012 zum bisherigen § 39 InvG muss eine Verwertung bzw. Veräußerung grundsätzlich binnen einer Frist von drei Jahren erfol-

gen. Durch die Bestimmung einer Frist wird zum einen deutlich, dass eine derartige Übertragung lediglich eine „technische“ Frage der Abwicklung ist und kein echtes Verkehrsgeschäft vorliegt, sondern es vergleichbar ist mit der Übertragung von Verwertungsbefugnissen im Insolvenzfall. Zum anderen wird durch die Frist der Druck auf die Immobilienpreise erhöht, was sich nachteilig für den Anleger auswirken kann, wenn ein geringerer Veräußerungserlös erzielt wird.

Um diese hier geschilderte Situation, die sich ausschließlich nachteilig auf das Vermögen der Anleger auswirkt, abzuwenden, bitten wir um Prüfung, ob die Abwicklung nach geänderten Rahmenbedingungen erfolgen kann.

Aus Sicht des ZIA bietet sich folgende Alternative an: Die Abwicklung erfolgt ohne Eigentumsübertragung. Die Verwahrstelle erhält das Recht, eine Abwicklung durch eine KVG vornehmen zu lassen. Zur Sicherung der Rechte der Anteilscheininhaber erfolgt beispielsweise bei Immobilienfonds ein Vermerk im Grundbuch, dass das Eigentum Gegenstand einer Liquidation ist. Damit das Grundstück an einen Dritten veräußern kann, kann die Verwahrstelle die Löschung des Vermerks beim Grundbuchamt beantragen.

**Petition:**

Wir bitten um Prüfung, ob die Regelung des § 100 Abs. 1 KGB-E wie folgt abgeändert werden kann:

**§ 100 Abs. 1 KAGB-E**

*„Erlischt das Recht der Kapitalverwaltungsgesellschaft, ein Sondervermögen zu verwalten, so geht,*

*Nr. 1 wenn das Sondervermögen im Eigentum der Kapitalverwaltungsgesellschaft steht, das Recht und die Verpflichtung zur Abwicklung auf die Verwahrstelle über,“*

Im Übrigen bitten wir diese Regelung ebenfalls für die jetzt in der Abwicklung befindlichen Immobilien-Sondervermögen nach dem InvG zu übernehmen. Hier ist der Anpassungsbedarf aktuell.

**4 Offener Immobilien-Spezial-AIF: Konzernausnahmetatbestand (§ 2 Abs. 3 KAGB-E)**

Durch den Konzernausnahmetatbestand des § 2 Abs. 3 KAGB-E sollen als Einzu-eins-Umsetzung der AIFM-Richtlinie Unternehmen Erleichterungen verschafft werden, wenn diese für konzernangehörige Gesellschaften AIF verwalten und selbst keine AIF sind. Der Hintergrund dafür ist das geringere Schutzbedürfnis, wenn ein Konzern in einem AIF Kapital nur von eigenen Gesellschaften verwaltet.

Für diese Art der „Eigenverwaltung“ ist das KAGB-E nicht anzuwenden. Diese als Erleichterung gedachte Ausnahme führt jedoch in Fällen, in denen beispielsweise

Versicherungen oder Pensionskassen, die selbst keine AIF sind, aber für ihre Anleger Gelder in „konzerneigenen“ Spezial-AIF anlegen, zu erheblichen Nachteilen.

Dadurch, dass das KAGB-E für diese Fälle, in denen Versicherungen eigene Spezialfonds ausschließlich für konzerneigene Gesellschaften verwalten, nicht gilt, unterliegen auch die AIF nicht mehr der Aufsicht und der Produktregulierung. Der Gesetzentwurf verwehrt einem erheblichen Anteil der Versicherungsunternehmen damit den Zugriff auf produktregulierte Spezialfonds. Dies ist von besonderer Bedeutung, denn die Anlageverordnung nimmt traditionell Bezug auf regulierte Produkte. Damit könnten Versicherungen nicht mehr Geld in solche „eigenverwaltete“ Fonds investieren.

Die Benachteiligung von konzerneigenen AIF gegenüber AIF, in die auch Dritte investieren können, ist zudem nicht sachgerecht. Der im Gesetzentwurf grundsätzlich vorgesehene Erhalt des produktregulierten Spezialfonds sollte auch für die Versicherungsbranche gelten, ansonsten würden dieser Branche ein zuverlässiges Investitionsvehikel entzogen und dem Immobilienmarkt Investoren verloren gehen.

#### **Petitum:**

- Neufassung des § 2 Abs. 3 KAGB-E, damit die von der Konzernausnahme erfassten AIF-Verwaltungsgesellschaften und die entsprechend von ihnen verwalteten Fonds in den Anwendungsbereich des KAGB-E im Wege einer „Opt-In“-Regelung einbezogen werden können.

## **5 Geschlossene Immobilien-Publikums-AIF**

Der vorliegende Regierungsentwurf des KAGB-E weist gegenüber dem Diskussionsentwurf des BMF vom 20. Juli 2012 erhebliche Verbesserungen auf. Eine Reihe von Anregungen aus der Praxis wurde durch die Bundesregierung aufgegriffen und das Produkt damit auch für die Zukunft an den berechtigten Interessen der Anleger ausgerichtet.

Grundsätzlich müssen geschlossene AIF nach § 262 Abs. 1 KAGB-E, die auch an Privatanleger (§ 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB-E) vertrieben werden, den Grundsatz der Risikomischung (§ 262 Abs. 1 KAGB-E) beachten. Lediglich wenn die Anleger die Anforderungen des § 262 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 lit. b) KAGB-E (sog. semi-professionelle Anleger) erfüllen und gem. § 262 Abs. 2 Nr. 2 lit. a) KAGB-E eine Mindestzeichnungssumme von 20.000 Euro erbringen, dürfen künftig nichtrisikodiversifizierte Fonds an Privatanleger vertrieben werden.

### **5.a Risikomischung**

Wir halten den jetzt vorliegenden Entwurf für einen ausgewogenen Kompromiss. Insbesondere die Möglichkeit des § 262 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E, eine Risikodiversi-

fikation neben der Anlage in mindestens drei verschiedene Objekte auch durch eine Streuung des Ausfallrisikos aufgrund einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu erreichen, begrüßt der ZIA ausdrücklich.

Der Entwurf greift zutreffend die Kritik der Verbände auf, dass die zunächst geplante Risikostreuung ausschließlich durch die Anlage in mindestens drei Objekte dem Charakter des geschlossenen Fonds zuwidergelaufen wäre. Denn im Gegensatz zu anderen Anlagevehikeln zeichnet sich das Produkt des geschlossenen Fonds dadurch aus, dass es gerade keine blind-pools sind, also weniger der Anlage von Kapital in ein nicht näher bekanntes Portfolio von Anlagegegenständen dient, sondern die Anlage in ein bestimmtes, genau bekanntes Objekt im Vordergrund steht. Eine Anlage in einen geschlossenen Fonds kommt daher in ihrer Grundidee einer Direktanlage deutlich näher. Der Anleger zeichnet Anteile, weil er an den Chancen und Erträgen eines ausgewählten Objektes teilhaben möchte, und verzichtet daher auf das Recht, vorzeitig seine Anteile zurückgeben zu können.

### **5.b Beschränkung der Kreditaufnahme**

Die im Entwurf vorgesehene Beschränkung der Kreditaufnahme des § 263 Abs. 1 KAGB-E auf 60% des Wertes des geschlossenen Publikums-AIFs stellt aus Sicht des ZIA jedenfalls für Immobilienfonds eine zutreffende Regelung dar. Hierdurch wird ein gerechter Ausgleich zwischen den berechtigten Anlegerschutzinteressen und den Marktgegebenheiten gefunden.

Keinesfalls sollte dem Vorschlag des Bundesrats (BR-Drucks. 791/1/12) gefolgt werden und diese Quote auf 30% abgesenkt werden. Ein entsprechender Vorschlag war bereits im ersten Diskussionsentwurf des KAGB-E des BMF vom 20. Juli 2012 vorgesehen und wurde zu Recht nicht in den Regierungsentwurf übernommen. Für Immobilienfonds wäre eine derartige Begrenzung aus den nachfolgenden Gründen nicht produktadäquat und würde damit auch aus der Perspektive des Anlegerschutzes zu nicht sachgerechten Ergebnissen führen.

Der ursprüngliche Diskussionsentwurf begründete die Begrenzung auf 30% damit, dass eine Angleichung an die Regeln offener Publikumsfonds erfolgen soll (Begründung des Diskussionsentwurfs, S. 460).

Dieser Ansatz verkennt, dass offene und geschlossene Fonds grundlegend unterschiedliche Produkte sind. Während offene Fonds ein Vehikel zur risikodiversifizierten Anlage in eine Vielzahl von Objekten sind und der Anleger – bisher – grundsätzlich seine Anteile jederzeit zurückgeben kann, dienen geschlossene Fonds der Anlage in meist einzelne vorher genau definierte Objekte und sind somit in ihrem Charakter stark einer direkten Anlage angenähert. Der Anleger hat durch die gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung als Personengesellschaft regelmäßig keine Möglichkeit, vor dem vertraglich vereinbarten Laufzeitende seine Gesellschaftsanteile zu kündigen.

Daraus ergeben sich Konsequenzen für die aufsichtsrechtliche Begrenzung der Kreditaufnahme. Da bei einem offenen Fonds beim Liquiditätsmanagement berücksichtigt werden muss, dass die Rückgabewünsche der Anleger bedient werden müssen, macht dies eine geringere Verschuldensquote notwendig.

Folgerichtig ist aber im vorliegenden Entwurf die Leveragegrenze für offene Spezialfonds (bisher: § 91 Abs. 4 InvG, jetzt § 284 Abs. 4 KAGB-E für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen) auf bis zu 50% des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien erhöht. Denn Spezial-AIF haben regelmäßig nur einen oder wenige bekannte Anleger, so dass überraschende Anteilsrückgaben ausgeschlossen sind und damit eine starke Einschränkung des Leverage zutreffend nicht notwendig ist.

Wie ausgeführt sind geschlossene Publikums-AIF ebenfalls nicht von Rückgabeverlangen der Anteile betroffen, so dass eine Übertragung der Grenzen aus dem Bereich der offenen Publikumsfonds nicht gerechtfertigt ist.

Zudem ist zu beachten, dass bei offenen Immobilienfonds der Verschuldungsgrad durch das aktive Portfoliomanagement (An- und Verkauf von Objekten) eher konstant gehalten und versucht werden dürfte, den maximalen Verschuldungsgrad jeweils auszuschöpfen. Hingegen steht bei geschlossenen Fonds die Finanzierung eines Objektes im Vordergrund. Hierbei dürfte der Leverage durch die Tilgungsleistung regelmäßig über die Laufzeit sinken.

Wie ausgeführt ist darüber hinaus die Anlage in geschlossene Fonds eher mit Direktanlagen in Immobilien zu vergleichen. Bei einer Direktanlage ist es jedoch völlig unüblich, eine Eigenkapitalquote von bspw. 70% zu fordern, wie es bei einer Beschränkung der Kreditaufnahme auf 30% im Diskussionsentwurf des KAGB-E der Fall gewesen wäre.

So sieht beispielsweise die international als sehr konservativ bekannte Regelung des Pfandbriefgesetzes vor, Objekte bis zu 60% des nachhaltigen Beleihungswertes als Sicherheit heranziehen zu dürfen.

Das REIT-G sieht in § 15 vor, dass eine Mindesteigenkapitalquote von 45% nicht unterschritten werden darf. Auch hier zeigt diese ebenfalls konservative Regelung mit einem Leverage von bis zu 55%, dass die im ursprünglichen Entwurf vorgeschlagene Regelung an der Marktwirklichkeit vorbeigeht und im Widerspruch zu anderen zutreffenden gesetzlichen Regelungen steht.

Auch Verbraucherschutzgesichtspunkte sprechen nicht gegen einen Leverage von 60%. Die Zulassung einer FK-Quote von 60% erhöht nicht generell das einer Anlage in geschlossene Fonds innewohnende Risiko. Denn hier ist weniger auf absolute Grenzen, sondern vielmehr darauf Wert zu legen, dass der Fondsmanger im konkreten Fall zeigen kann, dass die Fremdfinanzierung für die konkrete Immobilie in Punkto Volumen, Zinskosten, Tilgung und Laufzeit zutreffend ge-

wählt wurde. Gerade bei geschlossenen Fonds ist das (einzige) Anlageobjekt für den wirtschaftlichen Erfolg ausschlaggebend; allgemeine, sehr restriktive Vorgaben zur Kreditbeschränkung können hier keinen Erfolg versprechen.

Um dennoch einen Ausgleich zwischen den Erfordernissen des Anlegerschutzes und des Produktes zu erreichen, sehen wir die jetzt vorgesehene Regelung (Leverage 60%) als guten Kompromiss, zumal damit eine annähernde Vergleichbarkeit mit Regelungen für andere indirekte Immobilienanlagevehikel (REIT) erreicht wurde.

**Petition:**

Die jetzt im § 263 Abs. 1 KAGB-E enthaltene Beschränkung der Kreditaufnahme auf 60% des Wertes des geschlossenen Publikums-AIFs sollte beibehalten werden.

### **5.c Vorfinanzierung des Vermögensgegenstandes**

Darüber hinaus ist für die Praxis im Zusammenhang mit der Begrenzung der Leverage-Quote folgendes Problem von herausragender Bedeutung: Bei geschlossenen AIF muss regelmäßig bis zum Ablauf der Platzierungsfrist das zu platzierende Eigenkapital des AIF vorfinanziert werden, da der Vermögensgegenstand auf der Ebene des AIF bereits erworben wird. Technisch bedeutet dies i.d.R. einen Leverage von über 100% (z.B. Finanzierung einer Immobilie mit 50% langfristigem Fremdkapital und mit Eigenkapital, wobei zum Anschaffungszeitpunkt der Immobilie der Kaufpreis nebst Erwerbsnebenkosten zu finanzieren ist und damit der Leverage regelmäßig temporär etwa 105 – 110% beträgt).

Daher handelt es sich für den Anleger gerade um keinen "Blind-Pool", sondern er kann im Zuge seines Investments in den geschlossenen Publikums-AIF den Vermögensgegenstand und die damit zusammenhängenden rechtlichen und wirtschaftlichen Aspekte schon konkret bewerten. Nach dem vorliegenden Entwurf des KAGB ist es nicht möglich, eine solche Eigenkapital-Vorfinanzierung in Zukunft zu nutzen, und dies würde es faktisch nicht erlauben, dass geschlossene Fonds wie bisher bereits konkrete Vermögensgegenstände erwerben. Vielmehr müssen Fonds in Zukunft häufig als "Blind-Pool" konzipiert werden, was für die Anleger höhere Risiken und eine größere Intransparenz bedeutet. Ohne eine Klarstellung im Gesetz können praktisch keine geschlossenen Publikums-AIF in der von allen Seiten gewünschten und derzeit bekannten Form aufgelegt werden.

**Petition:**

Wir bitten um Ergänzung des § 263 KAGB-E dahingehend, dass während der Zeichnungsfrist eines geschlossenen Publikums-AIF die Begrenzung des Leverage in Höhe von 60% des Wertes des geschlossenen Publikums-AIF keine Anwendung findet. Eine gedanklich ähnliche Regelung findet sich schon heute für Publikums-Immobiliensondervermögen, wonach während einer Anlaufphase des Fonds bestimmte Anlagegrenzen noch nicht eingehalten werden müssen, da dieser Zeitraum für den Aufbau eines Bestandes zugestanden wird. Eine ähnliche

Anlaufphase bei geschlossenen Fonds für den Zeitraum der Zeichnungsphase wäre im Sinne der Transparenz sinnvoll und angemessen. Es sollte weiterhin in § 215 KAGB-E durch Streichung des Wortes „stets“ den praktischen Erfordernissen Rechnung getragen werden.

#### **5.d Anforderungen an Treuhänder**

Durch § 80 Abs. 3 KAGB-E wurde die Möglichkeit geschaffen, dass auch ein Treuhänder die Aufgaben der Verwahrstelle im Rahmen seiner beruflichen oder geschäftlichen Tätigkeiten wahrnehmen kann, wenn der AIF geschlossen ist (§ 80 Abs. 3 Nr. 1 KAGB-E), nicht in Finanzinstrumente investiert wird (§ 80 Abs. 3 Nr. 2 Buchstabe a) KAGB-E) und der Treuhänder neben weiteren Voraussetzungen über eine ausreichende finanzielle und berufliche Garantie verfügt, die es ihm ermöglicht, die relevanten Aufgaben einer Verwahrstelle wirksam auszuführen und die mit diesen Funktionen einhergehenden Verpflichtungen zu erfüllen (§ 80 Abs. 3 a. E.). Es erscheint derzeit unklar, wie die Tatbestandsmerkmale der ausreichenden finanziellen und beruflichen Garantien auszulegen sind. Zugleich erfordert der Aufbau einer solchen beruflichen Verwahrstelle ein erhebliches Maß an Vorinvestition, die ihrerseits der Rechtssicherheit bedarf.

Der ZIA geht davon aus, dass aufgrund der Unterscheidung in Banken-Verwahrstellen einerseits (§ 80 Abs. 2 Nr. 1) als Regelfall der „Depotbank“ nach altem Recht und Treuhändern, die im Rahmen ihrer beruflichen oder geschäftlichen Tätigkeit Verwahrstelle werden, andererseits (§ 80 Abs. 3 KAGB-E) beide Formen der Verwahrstelle eigenständig zu beurteilen sind und die tatbestandlichen Anforderungen im Rahmen der Geeignetheitsprüfung nicht im Lichte der jeweils anderen Verwahrstellenform auszulegen sind.

#### **Petitum:**

Es sollte klargestellt werden, dass eine berufliche Haftpflichtversicherung, die im Außenverhältnis keine Ausschlüsse enthält und die eine Mindestdeckung von zumindest 5 Mio. Euro p. a. vorsieht, als hinreichende finanzielle Garantie im Hinblick auf potenzielle Verpflichtungen anzusehen ist. Gegebenenfalls könnte dies ergänzt werden durch eine notwendige Eigenkapitalausstattung dahingehend, dass der laufende Geschäftsbetrieb ähnlich wie bei einer KVG „durchfinanziert“ ist. Insoweit könnten die Regelungen des § 25 Abs. 4 KAGB-E entsprechend angewandt werden.

## **6 Übergangsregelungen**

Der ZIA hat bereits in seiner Stellungnahme gegenüber dem BMF zum Diskussionsentwurf des KAGB-E deutlich gemacht, dass eine praxismgerechte Ausgestaltung der Übergangsregelungen von herausragender Bedeutung ist, um sowohl eine kontinuierliche Investition in indirekte Immobilienanlagen für die Anleger als auch für die Anbieter eine ununterbrochene Ausübung ihrer Tätigkeit sicher zu stellen. Darüber hinaus hat dies auch erhebliche Bedeutung für den Immobilienmarkt insgesamt.

Von besonderer Bedeutung sind insbesondere die Regelungen, die für bestehende geschlossene Fonds eine Freistellung von den Anforderungen des KAGB-E vorsehen. Denn diese Alt-Fonds wurden ohne Berücksichtigung der jetzt neu formulierten Anforderungen konzipiert. Sowohl von der rechtlichen Struktur als auch von den wirtschaftlichen prognostizierten Ergebnissen für die Anleger her wäre eine nachträgliche Umstellung auf die Anforderungen der AIFM-RL und/oder die Regeln des KAGB-E mit erheblichen negativen Folgen behaftet. Daher stellen wir die aus unserer Sicht in diesem Zusammenhang entstehenden Fragen nachfolgend in den Mittelpunkt.

#### **6.a § 353 Abs. 1 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal der zusätzlichen Anlagen tätigen**

Von herausragender Bedeutung sind insbesondere Fragen im Zusammenhang mit § 353 Abs. 1 KAGB-E. Hiernach ist keine Erlaubnis erforderlich, wenn die KVG ausschließlich geschlossene AIF verwaltet, die nach dem 21. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen. In diesen Fällen verbleibt es bei der Fortgeltung des bisherigen Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG).

Allerdings gibt weder das Gesetz selbst noch die Begründung Aufschluss darüber, was der Terminus „zusätzliche Anlagen tätigen“ bedeutet. Der Auslegung kommt mit Blick auf die weitreichenden Rechtsfolgen (§ 353 Abs. 4 KAGB-E) erhebliche Bedeutung zu, so dass dringend eine Klärung der Frage angezeigt ist.

Aus Sicht des ZIA sollte dabei bereits aus Gründen der Rechtssicherheit bei dem Erfordernis der „zusätzlichen“ Anlage auf den Zeitpunkt der dokumentierten Anlageentscheidung abgestellt werden. Daher sollten nachträgliche Investitionen in das ursprüngliche Objekt, wie es im seinerzeitigen Prospekt beschrieben wurde, nicht als zusätzliche Anlagen verstanden werden. Dies hat vor allem Bedeutung im Zusammenhang mit Renovierungs- und Umbaumaßnahmen bei der Neuvermietung von Immobilien. Diese sind häufig notwendig, um ein Objekt zu wirtschaftlich attraktiven Konditionen neu zu vermieten.

Ähnlich sollte aus unserer Sicht das Ergebnis ausfallen, wenn im ursprünglichen Prospekt bereits fest vereinbart wurde, im Laufe der Zeit weitere Anlagen zu tätigen. Soweit diese gegenüber den Anlegern bereits bindend kommuniziert wurden (ggf. unter Einschluss weiterer Kapitalabrufe zu bestimmten Zeitpunkten der Fondslaufzeit), stellen diese keine zusätzlichen Anlagen dar, da diese im Zeichnungszeitpunkt bereits fest vereinbart wurden. Im Gegensatz hierzu sind Anlagen dann als „zusätzlich“ zu qualifizieren, wenn diese gegenüber der ursprünglichen, vor dem 22. Juli 2013 dokumentierten Anlageentscheidung ein „Plus“ bedeuten.

Hinsichtlich des weiteren Tatbestandsmerkmals „Anlagen tätigen“ sollte nach Auffassung des ZIA auf das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft abgestellt werden; das dingliche Erfüllungsgeschäft kann demgegenüber nicht maßgeblich sein. Denn gerade im Bereich der Immobilien müssen vor dem sachenrechtlichen

Verfügungsgeschäft beispielsweise häufig eine Reihe von Genehmigungen beigebracht werden, deren zeitliches Vorliegen außerhalb der Risikosphäre der Beteiligten liegt.

Im Übrigen stellt sich die Frage, wie die Situation bei Dachfonds zu interpretieren ist, wenn der Dachfonds vor dem 22. Juli 2013 voll investiert ist. Dies schließt jedoch nicht aus, dass anschließend auf der untersten Ebene einer mehrstöckigen Struktur Investitionen in den Zielfonds vorgenommen werden. Hier ist fraglich, ob auch dieses dann unter den Begriff „Tätigen von Anlagen“ fällt.

Aus Sicht des ZIA ist dies zu verneinen, da es außerhalb der Einflussmöglichkeiten des Dachfonds liegt. Zielfondsänderungsmöglichkeiten bei investierten Dachfonds müssen auch nach dem 21. Juli 2013 möglich sein, ohne weitere Konsequenzen auszulösen.

Nichts anderes kann gelten in Situationen, in denen ein Fonds in eine Zielgesellschaft investiert, die operativ tätig ist, und diese Zielgesellschaft beispielsweise Immobilien veräußert sowie den Erlös aus der Immobilienveräußerung in neue Vermögensgegenstände investiert.

#### **6.b § 353 Abs. 1 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal „ausschließlich“**

Die Klärung des Merkmals „ausschließlich“ in § 353 Abs. 1 KAGB-E ist von erheblicher Relevanz. Nach der Gesetzesbegründung hat sich eine KVG, die nur einen Fonds verwaltet, der nicht die Bedingungen des § 353 Abs. 1 KAGB-E erfüllt, den Vorschriften des KAGB-E zu unterwerfen (vgl. Gesetzesbegründung zum Regierungsentwurf für das AIFM-UmsG, S. 558). Der Gesetzgeber geht offenbar von einer Infizierung dergestalt aus, dass bei nicht ausschließlicher Verwaltung vermeintlich geschützter – da ausinvestierter – Fonds die Regelungen des KAGB übergreifen würden. Eine solche „Infektionsgefahr“ für Bestandsfonds ist grundsätzlich bedenklich: 20 bis 30 Jahre alte, längst ausinvestierte Fonds, deren Anleger im Zeitpunkt ihres Beitritts keinerlei Kenntnis von einer AIFM-Regulierung hatten, müssten die KAGB-Regelungen mit allen ihren wirtschaftlichen Konsequenzen (etwa nicht geplante Kosten für eine zu bestellende Verwahrstelle, Zulassung KVG etc.) tragen.

#### **Petition:**

Weder die Ausschließlichkeit noch die „Infektionsgefahr“ wird durch die AIFM-RL gefordert (in Art. 61 Abs. 3 AIFM-RL fehlt das Kriterium der Ausschließlichkeit). Das Tatbestandsmerkmal „ausschließlich“ sollte daher gestrichen werden.

#### **6.c § 353 Abs. 3 KAGB-E: Tatbestandsmerkmal Laufzeit spätestens am 21. Juli 2016 abgelaufen**

Weiterhin benötigen gemäß § 353 Abs. 3 KAGB-E solche KVG keine Erlaubnis, die ausschließlich geschlossene AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist vor dem 21. Juli 2011 abgelaufen ist und deren Laufzeit spätestens am 21. Juli 2016 ab-

läuft. Für diese Fälle fehlt es an einer Definition des Tatbestandsmerkmals „abge-  
laufen“. In Betracht kommen sowohl der Zeitpunkt des Auflösungs- oder Liquidation-  
beschlusses, der (endgültigen) Liquidation als auch der Zeitpunkt der Ver-  
äußerung der Assets.

Aus Sicht des ZIA sollte auf den Veräußerungszeitpunkt der Vermögensgegen-  
stände abgestellt werden, da die nachfolgende Phase rein technisch ist und led-  
iglich die endgültige Abwicklung betrifft. Wirtschaftlich ist der letzte Akt jedoch  
bereits mit der Veräußerung der Assets erfolgt. Eine ergänzende Klarstellung ist  
wünschenswert.

#### **Petition:**

Wir bitten um Klarstellung der Tatbestandsmerkmale im obigen Sinne.

## **7 Weitere Kritikpunkte**

Nachfolgend sollen exemplarisch einige weitere Punkte aufgezeigt werden, die  
für Immobilienfonds aufgrund der Pläne des Entwurfs erhebliche Probleme auf-  
werfen und die Bedeutung der indirekten Immobilienanlage für den Immobilien-  
markt nachhaltig beeinträchtigen können.

### **7.a Bewertung**

Die AIFM-RL bestimmt in Art. 19 Abs. 1, dass die KVG sicherstellen muss, dass  
Verfahren festgelegt werden, nach denen eine ordnungsgemäße und unabhängige  
Bewertung der Vermögenswerte vorgenommen werden kann. Zudem ist die  
KVG für die ordnungsgemäße Bewertung verantwortlich und haftet gegenüber  
den Anlegern; Art. 19 Abs. 10 der AIFM-RL. Die Ausführungsbestimmungen (sog.  
Level-II-Maßnahmen) sehen deshalb vor, dass die Bewertungsgrundsätze neben  
dem gesamten Bewertungsprozess auch die wesentlichen Aspekte des Bewer-  
tungsverfahrens und der Kontrollen umfassen müssen. Dies gilt unabhängig da-  
von, ob ein externer oder interner Bewerter die Bewertung durchführt. Es ist fer-  
ner festgelegt, dass die KVG auch die Plausibilität des Wertes der einzelnen  
Vermögensgegenstände überprüft und den Nettoinventarwert berechnen muss,  
vgl. Art. 67 ff. der Level-II-Maßnahmen. Die KVG muss folglich zum einen selbst  
Kompetenzen aufbauen, um die Einhaltung der Bewertungsgrundsätze sowie der  
Bewertungsmethoden zu kontrollieren, zum anderen muss sie die Bewertungen  
insgesamt kontrollieren. Im Übrigen ist die Unabhängigkeit der Bewerter der ent-  
scheidende Faktor für eine zutreffende Bewertung und den Anlegerschutz. Dieser  
Hintergrund ist zu würdigen; er ist für die Qualität der Bewertung mindestens ge-  
nauso entscheidend, wie die Frage ob eine interne, eine externe oder eine exter-  
ne Bewertung mittels Kollegialentscheid erfolgt. Im Sinne des Anlegerschutzes  
wäre es wünschenswert, dass ein Gleichgewicht zwischen den Kompetenzen in  
der KVG und dem Bewerter hergestellt werden kann. Dieses Gleichgewicht kann  
auf mehreren Wegen herbeigeführt werden.

Von besonderer Bedeutung ist damit ein transparenter Prozess bei der Auswahl des Bewerter (z.B. anhand von Marktkenntnissen der vor Ort tätigen Bewerter, der Unabhängigkeit anhand des Anteils der Umsätze, die der Bewerter mit der KVG erzielt oder der detaillierten Kenntnisse der Immobilie beim internen Bewerter). Es gilt nachzuweisen, dass die bestellten Bewerter anhand objektiver Kriterien (berufliche Qualifikation und Referenzlisten) geeignet sind. Die KVG muss daher in ihrer Wahl frei bleiben, wie z.B. bei besonders großen Portfolien der Bewertungsprozess gestaltet wird. Hier sind internationale Lösungen wie eine Joint Valuation durchaus erprobt. Dazu gehört auch, einen Kollegialentscheid in einem Gremium herbeiführen zu lassen oder die Einführung eines Reviews eines Bewerter durch einen anderen Bewerter.

Zudem ist zu beachten, dass vor dem Hintergrund der Unterschiedlichkeit der Vehikel zu Recht verschiedene Vorgaben zur Bewertung im Gesetzentwurf enthalten sind. Bei geschlossenen Immobilienfonds, bei dem der Anleger sich bewusst auf eine Anlage über einen langen Zeitraum festgelegt hat, hat dieser ein Interesse an einer Bewertung, die eine Signalfunktion besitzt. Bei einem offenen Immobilien-Publikumsfonds, bei dem die Anteile regelmäßig gehandelt werden und bei dem sich der Anteilscheinwert direkt aus der aktuellen Bewertung ableitet, hat der Anleger ein sehr viel höheres Interesse an einer sehr viel genaueren Bewertung. Da die Haltedauer unbestimmt ist und eine unzutreffende Bewertung ggf. einen Run auslösen könnte, erscheint es aus Anlegerschutzgesichtspunkten wichtig, dass unabhängig von der Frage, wer die Bewertung vornimmt, die bewährten Bewertungsmethoden bestehen bleiben und weiter genutzt werden. Die Anleger erhalten falsche Signale, wenn verschiedene Verfahren eingesetzt werden, die nicht den markterprobten Standards entsprechen. Die Renditen von ansonsten vergleichbaren Fonds wären für die Anleger nicht mehr vergleichbar. Zusätzlich sind Privatanleger gegenüber den professionellen Anlegern generell schutzbedürftiger. Professionelle Anleger verfügen in der Regel über eigene Kompetenzen und können daher selbst die Bewertungen der Fonds einschätzen.

Bereits die Bundesregierung hat mit ihrer Gegenäußerung zur Stellungnahme des Bundesrates zum Regierungsentwurf ausgeführt, dass die Bestellung eines Sachverständigen- bzw. Bewertungsausschusses nicht gegen die AIFM-RL verstößt. Der ZIA unterstützt diese Auffassung und empfiehlt, dass Bewertungsausschüsse für offene Spezialimmobilienfonds alternativ ermöglicht und bei den offenen Publikumsimmobilienfonds zur Regel gemacht werden.

Vor allem sollte die Gruppe der Marktteilnehmer, die als Bewerter für einen AIF grundsätzlich in Frage kommen, nicht von vornherein eingeschränkt werden. Vielmehr sollten allein die fachliche und sachliche Eignung maßgeblich sein. Es sollten insbesondere für den offenen Publikumsfonds und auch unabhängig davon, ob sich der Bundestag der Forderung nach der Zulassung von Bewertungsausschüssen anschließt oder nicht, die Anforderungen an die Unabhängigkeit genauer spezifiziert werden. Der bisherige § 77 InvG ist dazu eine geeignete Grundlage. Es handelt sich im Wesentlichen um Klarstellung der Regelungen der

AIFM-RL zur Unabhängigkeit der Bewerter und sollte deshalb mit folgenden Abwandlungen aufgenommen werden:

- Bestellung der Bewerter nur bis zum Ablauf des zweiten auf seine erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres und Möglichkeit zur Verlängerung um bis zu drei Mal um jeweils ein weiteres Jahr, wenn die Einnahmen des Bewerter aus seiner Tätigkeit in dem Jahr vor dem Auslauf des jeweils gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums maximal 30% seiner Gesamteinnahmen betragen.
- „Cooling Down Phase“ nach Beendigung der Tätigkeit: Erst nach Ablauf von zwei Jahren nach dem Ende des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums sollte eine erneute Bestellung erfolgen.
- Regelung zur Vermeidung von Interessenkonflikten: Da Interessenkonflikte auch dann nicht ganz vermieden werden können, wenn Bewerter als solche tätig sind, kann aus Sicht des ZIA die bisherige Regelung des § 77 InvG flexibilisiert werden. Bisläng führt sie regelmäßig dazu, dass international tätige Unternehmen von der Bestellung ausgeschlossen werden müssen. Es wird deshalb vorgeschlagen, sonstige Tätigkeiten als nicht schädlich einzustufen, wenn diese max. 5% des Umsatzes für einen Fonds ausmachen. Des Weiteren sollte von der Aufsichtsbehörde ein Katalog von unvereinbaren Tätigkeiten vorgeschrieben werden, die eine Bestellung des Bewerter aufgrund von potentiellen Interessenkonflikten ausschließen. Bewertungshäuser, die in einem international tätigen Netzwerk arbeiten, werden in der Regel einen geringeren Anteil ihres Umsatzes von einer KVG am Gesamtumsatz erzielen. Zudem enthält der Branchenstandard der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), nach dem viele Bewerter arbeiten, wirksame Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Als Beispiele können Rotation, Offenlegung der Zeiten des Bewerter, die er für das Unternehmen regelmäßig tätig war, sowie Offenlegung der Einnahmen, die der Bewerter in der Vergangenheit vom jeweiligen Auftraggeber erhalten hat, dienen.<sup>8</sup>

Zudem sollte die Regelung zur Bewertung von Beteiligungen von offenen Immobilienfonds überarbeitet werden. Nach § 248 Abs. 4 KAGB-E ist der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen anerkannten Grundsätzen zu ermitteln. Nach § 250 Satz 2 KAGB-E ist der Wert durch einen Abschlussprüfer zu ermitteln. Wir bitten um Klarstellung, dass der Abschlussprüfer die Bewertung der Immobilien durch den externen Bewerter grundsätzlich zu übernehmen hat.

---

<sup>8</sup> Vgl. RICS Valuation – Professional Standards vom März 2012

## 7.b Erlaubnispflicht der KVG

Gemäß § 20 Abs. 1 KAGB-E bedarf der Geschäftsbetrieb einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) einer Erlaubnis durch die BaFin.

Gemäß § 17 Abs.1 KAGB-E sind KVG Unternehmen (...), deren Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, inländische Investmentvermögen, EU-Investmentvermögen oder ausländische AIF zu verwalten. Gemäß Satz 2 liegt eine Verwaltung vor, wenn mindestens die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement für das Investmentvermögen erbracht wird. Der derzeitige Entwurf ist jedoch widersprüchlich, denn § 23 Nr. 10 KAGB-E verlangt die Versagung der KVG-Erlaubnis, wenn diese Portfoliomanagement erbringt, ohne auch Risikomanagement zu erbringen.

Insofern ist zu klären, ob eine alternative oder kumulative Erbringung des Risikomanagements neben dem Portfoliomanagement erforderlich ist. Die Entscheidung ist unseres Erachtens dahingehend zu treffen, dass eine kumulative Erbringung notwendig ist, wie dies im Anhang I der AIFM-RL niedergelegt ist, da diese verlangt, dass die KVG zumindest Portfolioverwaltung und Risikomanagement erbringen muss.

### **Auslagerung von unterstützenden Tätigkeiten insbesondere im Risikomanagement**

Zur praxisgerechten Unterstützung der Risikomanagementfunktion ist es sinnvoll, konzernübergreifende Kompetenzcenter zu nutzen und zu bilden. Dies ist sowohl im Interesse der Anbieter nach einer möglichst effizienten Verwaltung – welches sich auch in den Kosten für den Anleger niederschlagen sollte –, als auch im Interesse der Anleger, denn die auf Risikomessung, -dokumentation und -bestimmung spezialisierten Abteilungen sind noch unabhängiger, wenn diese konzernweit aufgestellt sind, und können zudem auf größere Einheiten und Ressourcen zurückgreifen. Eine Auslagerung von unterstützenden Tätigkeiten sollte deshalb ermöglicht werden. Dies ist auch vor dem Hintergrund der Organisationsverpflichtungen von Bankvorständen zur konzerneinheitlichen Risikosteuerung/Reporting notwendig und deshalb geboten. Daher sollte klargestellt werden, welche Tätigkeiten ausgelagert werden können.

**Volkswirtschaftliche Bedeutung  
von indirekten Immobilienanlagen**

Gutachten im Auftrag des Auftraggeberkonsortiums

BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen  
e.V.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.

von

**Prof. Dr. Tobias Just**

Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft

**Prof. Dr. Steffen Sebastian**

Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung

**IREBS** International Real Estate Business School

Universität Regensburg

---

28. Februar 2013



# EXECUTIVE SUMMARY

---

Volkswirtschaftliche Bedeutung  
indirekter Immobilienanlagen

*von Tobias Just und Steffen Sebastian*

Immobilien sind die **wichtigste**, reale **Vermögensklasse** einer Volkswirtschaft. In Deutschland beläuft sich das Bruttoanlagevermögen 2011 zu Wiederbeschaffungspreisen auf etwa 14 Billionen Euro, davon entfallen mit etwa 11 Billionen Euro über 80% auf Grundstücke und die hierauf aufstehenden Gebäude. Auch gemessen an der Bruttowertschöpfung 2012 ist die Immobilienbranche mit einem Anteil von ca. 16% einer der bedeutsamsten Sektoren.<sup>1</sup>

Gleichzeitig sind Bau- und Immobilienmärkte nicht nur in Übertreibungsphasen starken Schwankungen unterworfen. Dies gilt insbesondere für die Stromgrößen, also die Bautätigkeit und die Immobilientransaktionen sowie für einige wichtige Preisparameter wie die Baupreise, einige Grundstückspreise und Büromieten. Die Wohnungspreise in Deutschland waren zuletzt zwar sehr stabil, jedoch auch hier gab es in der Vergangenheit zum Teil starke Ausschläge. Zudem reagiert der Sektor sehr stark auf Interventionen. Eine zusätzliche Investitionsleistung des Staates führt daher aufgrund der geringen Importquote zu hohen Mehrrundeneffekten, wovon die inländische Nachfrage profitiert. Daher muss eine Regelanpassung auf Bau- und Immobilienmärkten vorsichtig erfolgen, da große Eingriffe gravierende gesamtwirtschaftliche Folgewirkungen haben können.

Indirekte Immobilienanlagevehikel haben als Finanzierungsinstrumente eine wesentliche Funktion auf dem Immobilienmarkt. Gesamtwirtschaftlich ist insbesondere die Finanzierungsfunktion als Kapitalsammelstelle bedeutsam. Zudem lassen sich durch indirekte Immobilienanlagen systemische Risiken reduzieren, wenn unterschiedliche Formen indirekter Immobilienanlagen am Markt agieren, da so mögliche unterschiedliche Zyklen ausgeglichen werden können. Die Analyse der Daten indiziert, dass das Nebeneinander von Geschlossenen und Offenen Fonds sowie von Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs sowohl bei den Immobilientransaktionen als auch bei der Sammlung von Eigenkapital glättend wirkt.

Insgesamt sind sowohl die deutschen Wohnungs- als auch die deutschen Gewerbeimmobilienmärkte deutlich schwächeren Zyklen unterworfen als die Märkte in den USA, UK oder anderen europäischen Ländern. Bei Kritik an einzelnen

---

<sup>1</sup> Destatis 2012a, 2012b

Regulierungstatbeständen sollte daher nicht vergessen werden, dass insgesamt die Regulierung der deutschen Immobilienmärkte als vergleichsweise strikt und effektiv beurteilt werden kann. Auch dies sollte mit Blick auf gravierende Eingriffe beachtet werden.

Aus Sicht der Anleger können durch eine Investition in indirekte Immobilienanlagen Extremrisiken reduziert werden. Zudem können private und institutionelle Anleger so von Spezialisierungsvorteilen der professionellen Anbieter von indirekten Immobilienanlagen profitieren. Auch lassen sich in größeren Portfolios unsystematische Risiken diversifizieren. Hierdurch kann die risikoadjustierte Rendite sowohl in einem reinen Immobilienportfolio als auch in einem gemischten Portfolio steigen. Damit Anleger von diesen Vorteilen profitieren können, müssen die investierbaren Immobilien-Portfolios hinreichend groß sein wie etwa bei Offenen Immobilienfonds oder, mit Einschränkungen, auch bei REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften. Alternativ muss bei kleinen, undiversifizierten Fonds der Anleger eine Risikostreuung durch Anlage in mehrere Fonds erreichen. Daher ist für geschlossene Fonds eine maximale Beteiligungshöhe (in % des Gesamtvermögens des Anlegers) deutlich sinnvoller als eine hohe Mindestanlagesumme, die für die Diversifikation auf Ebene des Anteilseigners sogar hinderlich ist.

Mit REITs oder Immobilien-Aktiengesellschaften können geografische und/oder nutzungsseitige Schwerpunkte gesetzt werden, da diese zumeist hinsichtlich des Investmentprofils spezialisiert sind, bspw. in eine bestimmte Nutzungsart oder Region investieren. Geschlossene Immobilienfonds ermöglichen als unternehmerische Beteiligung die genaueste Festlegung, in welche Immobilie investiert wird und ermöglichen es dem Anleger somit, einen eigenen Investitionsschwerpunkt mit objektspezifischen Chancen und Risiken zu setzen. Die verschiedenen Formen der indirekten Anlage ermöglichen dem Anleger somit, unterschiedliche Strategien (passives Management, Market Timing, Cycle Play etc.) zu verfolgen. Die Option, auch ggf. ein aktives Management ihrer Anlage zu betreiben, ist insbesondere für institutionelle Anleger interessant. Private Anleger können hingegen mit aktivem Management in der Regel keine Verbesserung ihrer Risiko-Rendite-Position erreichen.

Für die investimentrechtliche Regulierung von offenen und geschlossenen Immobilienfonds lassen sich weitere wichtige Eckpunkte aufstellen: Im Rahmen der Vertriebsregulierung muss ein hohes Maß an Qualität bei der Beratung im Vertrieb erreicht werden. Zudem müssen im Rahmen der Produktregulierung vergleichbare Bewertungsmaßstäbe und Transparenzmindeststandards erreicht werden. Verschuldungsgrenzen sowie Liquiditäts- und Diversifikationsanforderungen können hingegen für die einzelnen Vehikel unterschiedlich ausfallen, da sich diese an den

spezifischen Risiken der jeweiligen Form der indirekten Immobilienanlage orientieren sollten.



# INHALTSVERZEICHNIS

<b>EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	<b>I</b>
<b>1 EINLEITUNG</b> .....	<b>- 1 -</b>
<b>2 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT</b> .....	<b>- 2 -</b>
2.1 Immobilienbestand und Immobilienvermögen in Deutschland.....	- 2 -
2.2 Enge Beziehung zwischen Gesamtwirtschaft und Bau- und Immobilienmarktentwicklung.	- 4 -
2.3 Immobilien- und Baubranche als staatliche Interventionsfelder .....	- 8 -
<b>3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG VON INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN</b> .....	<b>- 10 -</b>
3.1 Kapitalsammelfunktion .....	- 10 -
3.2 Größenvorteile und Reduktion von systemischen Risiken .....	- 11 -
3.3 Finanzierungsfunktion .....	- 13 -
3.4 Empirische Analyse der Transaktionen auf dem deutschen Markt für Gewerbeimmobilien-	14
-	-
<b>4 INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN AUS SICHT DER ANLEGER</b> .....	<b>- 19 -</b>
4.1 Informationstransformation durch indirekte Immobilienanlagen .....	- 19 -
4.2 Risikominderung in gemischten und nicht gemischten Portfolios.....	- 20 -
4.3 Losgrößentransformation als Voraussetzung zur Risikotransformation .....	- 22 -
4.4 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Risikodiversifizierung.....	- 23 -
4.5 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Anlagespezialisierung .....	- 25 -
4.6 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Liquiditätstransformation.....	- 26 -
<b>5 SCHLUSSBETRACHTUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE REGULIERUNG</b> .....	<b>- 29 -</b>
5.1 Grundsätzliche Überlegungen .....	- 29 -
5.2 Beratung/Vertrieb.....	- 29 -
5.3 Begrenzung der Fristentransformation .....	- 32 -
5.4 Bewertung .....	- 33 -
5.5 Verschuldung.....	- 35 -
<b>6 LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	<b>- 41 -</b>

# 1 EINLEITUNG

---

Zukünftig werden neben Offenen Immobilienfonds auch Geschlossene Immobilienfonds einer staatlichen Aufsicht unterliegen und als investmentrechtlich regulierte Produkte einem breiten Anlegerkreis in Deutschland zur Verfügung stehen. Zugleich werden für Geschlossene und erneut auch für Offene Immobilienfonds gravierende regulatorische Änderungen vorgenommen. REITs sind hingegen weiterhin nur steuer- und kapitalmarktrechtlich reguliert und unterliegen ebenso wie börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften der Börsenaufsicht, aber keiner investmentrechtlichen Aufsicht. Wir nehmen daher die aktuellen Änderungsvorschläge zum Anlass, die volkswirtschaftliche Bedeutung indirekter Immobilienanlagen grundsätzlich zu betrachten.

Das Gutachten soll einen Beitrag zum Verständnis der Bedeutung indirekter Immobilienanlagen für Anleger und die Gesamtwirtschaft leisten. Es wird daher zwischen makro- und mikroökonomischen Aspekten unterschieden. Aus diesen Analysen werden Richtlinien für eine Regulierung dieser Investitionsvehikel abgeleitet, wobei grundsätzlich immer dann von einer einheitlichen Regulierung abgewichen werden sollte, wenn die spezifischen Charakteristika der einzelnen Anlagevehikel zu berücksichtigen bzw. zu erhalten sind. Die Ergebnisse sollen helfen, mögliche Regulierungen zu bewerten und angemessene Schritte vorzunehmen.

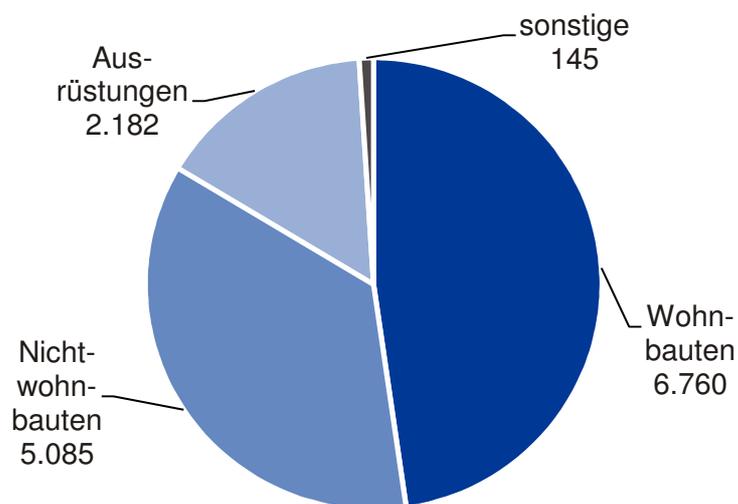
## 2 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT

---

### 2.1 IMMOBILIENBESTAND UND IMMOBILIENVERMÖGEN IN DEUTSCHLAND

Das Bruttoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen in Deutschland beläuft sich 2011 auf rd. 14 Billionen Euro. Über 80% davon entfallen auf Immobilien. Allein die Gruppe der Wohnungsbauten ist dreimal größer als alle Ausrüstungen, also im Wesentlichen der Maschinenpark, in Deutschland zusammen.

**Abbildung 1: Bruttoanlagevermögen in Deutschland, 2011**



Quelle: Destatis 2012a, in Mrd. EUR

Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft lässt sich bereits aus der reinen Größe der Anlageklasse ableiten. Änderungen in der Regulierung für Immobilien gelten folglich für den Großteil des nationalen Anlagevermögens und sollten daher vor einer Verabschiedung besonders sorgfältig auf mögliche schädliche Auswirkungen überprüft werden.

Neben der Größe der Anlageklasse spielt die Eigentümerstruktur eine wichtige Rolle, um die Bedeutung zu erkennen: Bei **Wohnungsbauten** befinden sich über 80% aller Assets in den Händen von privaten Haushalten oder Organisationen ohne Erwerbszweck. Weniger als 1% entfallen jeweils auf finanzielle Kapitalgesellschaften (u.a. Banken, Versicherungen und Pensionskassen) und den Staat, die restlichen 13% werden von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften gehalten. Damit übernehmen Immobilien für die private Vermögensbildung und für die private Altersvorsorge eine wichtige Aufgabe. Die Eigentümerstruktur bei den **Nichtwohnbauten** gestaltet sich in Deutschland anders: Hier halten private Haushalte nur knapp 15% aller Vermögensbestände, jeweils rd. 40% gehören der öffentlichen Hand und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Knapp 5% aller Nichtwohnbauten sind in den Händen von finanziellen Kapitalgesellschaften. Von den Bauten des Staates sind etwa 60% Tiefbauten, Hochbauten spielen für die öffentliche Hand eine etwas kleinere Rolle.<sup>2</sup>

Für den Sektor Grundstücks- und Wohnungswesen weist das Statistische Bundesamt eine Bruttowertschöpfung für 2012 von rd. 270 Mrd. Euro aus. Inklusive der Bauwirtschaft i.H.v. 108 Mrd. Euro erreicht die Bau- und Immobilienwirtschaft einen Anteil von 16% der gesamten Wertschöpfung in Deutschland.<sup>3</sup> Rechnet man die Wertschöpfung von Architekten und der Immobilienfinanzierung hinzu, liegt die Bruttowertschöpfung der gesamten Bau- und Immobilienwirtschaft sogar bei 440 Mrd. Euro.<sup>4</sup> Da immobilienbezogene Leistungen von Nicht-Immobilienunternehmen in

---

<sup>2</sup> Destatis 2012c.

<sup>3</sup> Destatis 2012b.

<sup>4</sup> Für die Methode zur Erfassung der Bruttowertschöpfung in der Immobilienwirtschaft vgl. Voigtländer et al. 2009. Für aktuelle Zahlen vgl. Just et al. 2013.

diesen Zahlen noch nicht enthalten sind, ist die tatsächliche Bruttowertschöpfung insgesamt noch höher.

## 2.2 ENGE BEZIEHUNG ZWISCHEN GESAMTWIRTSCHAFT UND BAU- UND IMMOBILIENMARKTENTWICKLUNG

In den Jahren von 1995 bis 2012 waren die Schwankungen<sup>5</sup> der Nichtwohnungsbauinvestitionen um ca. 60% höher als jene des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland. Die Schwankungen für den Wohnungsbau waren sogar um ca. 80% höher.<sup>6</sup> Ohne Berücksichtigung des Krisenjahrs 2009 liegen die Schwankungen der Bautätigkeit sogar um das Dreifache über dem Wert für die Gesamtwirtschaft. Auch die Schwankungen des gewerblichen Immobilientransaktionsmarktes und in vielen Metropolregionen auch des gewerblichen Mietmarktes liegen deutlich höher als die Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.<sup>7</sup> Auch hier gilt es zu differenzieren: Alle investitionsnahen Immobiliensegmente sind stärkeren Schwankungen unterworfen als die konsumnahen Immobiliensegmente. Dies galt idealtypisch während der letzten zehn Jahre insbesondere für die deutschen Immobilienmärkte. So waren die Wohnungsmärkte sowie die Einzelhandelsimmobilienmärkte sowohl während der Anpassung an die Dot-Com-Krise als auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise ein Stabilitätsanker für die deutsche Wirtschaft - ähnlich wie dies auch der private Konsum in Deutschland gewesen ist. Anders sieht es jedoch mit vielen Büroimmobilienmärkten aus. Hier gab es gerade nach 2002 heftige Preis- und Mietanpassungen nach unten. Diese Märkte reagieren ähnlich stark wie die Investitionsgüterbranchen des Verarbeitenden Gewerbes.

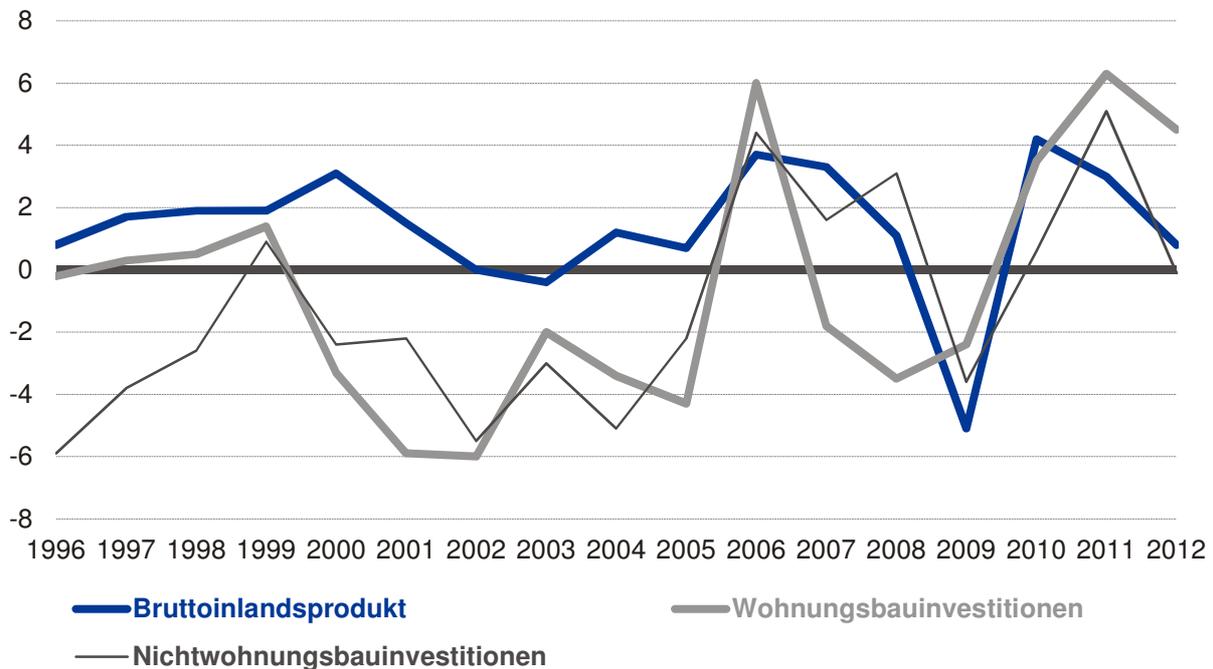
---

<sup>5</sup> Hier die Standardabweichung der jeweiligen Veränderungsraten.

<sup>6</sup> Destatis 2012a.

<sup>7</sup> Berechnungen auf der Basis von Destatis 2012a und BulwienGesa 2011.

**Abbildung 2:** Reales Bruttoinlandsprodukt und reale Bauinvestitionen in Deutschland



Quelle: Destatis (2012a)

Tatsächlich gibt es deutliche empirische Evidenzen, dass Umschwünge auf den (Wohn-) Immobilienmärkten deutlich stärkere makroökonomische Risiken bewirken als Verwerfungen auf den Aktienmärkten.<sup>8</sup> Dies liegt in erster Linie an den höheren Finanzierungsrisiken: Immobilien werden zu einem hohen Anteil durch Fremdkapitalaufnahme finanziert. Außerdem werden im Gegensatz zu den Einkommen aus Finanzaktiva die Einkommen aus Immobilien eher als permanent erachtet. In verschiedenen empirischen Studien konnte daher nachgewiesen werden, dass der Vermögenseffekt aus Immobilienvermögen größer ist als jener aus Finanzvermögen. Das heißt, der private Konsum reagiert stärker auf Veränderungen auf den Immobilienmärkten als auf Veränderungen auf den Aktienmärkten.<sup>9</sup> Hinzu kommt,

<sup>8</sup> Vgl. unter anderem Cecchetti 2006 sowie Agnello/Schuknecht 2009. In Deutschland konnten in den letzten Dekaden keine größeren Schwankungen auf dem Wohnungsmarkt beobachtet werden. Die Erkenntnisse über die Wirkungszusammenhänge haben aber auch für den deutschen Markt grundsätzliche Bedeutung.

<sup>9</sup> Vgl. zum Beispiel Sierminska/Takhtamonova 2007.

dass bei Verwerfungen auf den Immobilienmärkten wegen der hohen Fremdkapitalaufnahme eher Rückwirkungen auf die Stabilität des Bankensektors zu befürchten sind als bei Abschwüngen auf den Aktienmärkten. Dieses erschwert im Falle von Verwerfungen auf den Immobilienmärkten die Kreditvergabe auch für andere Sektoren und verstärkt konjunkturelle Abschwungphasen.<sup>10</sup>

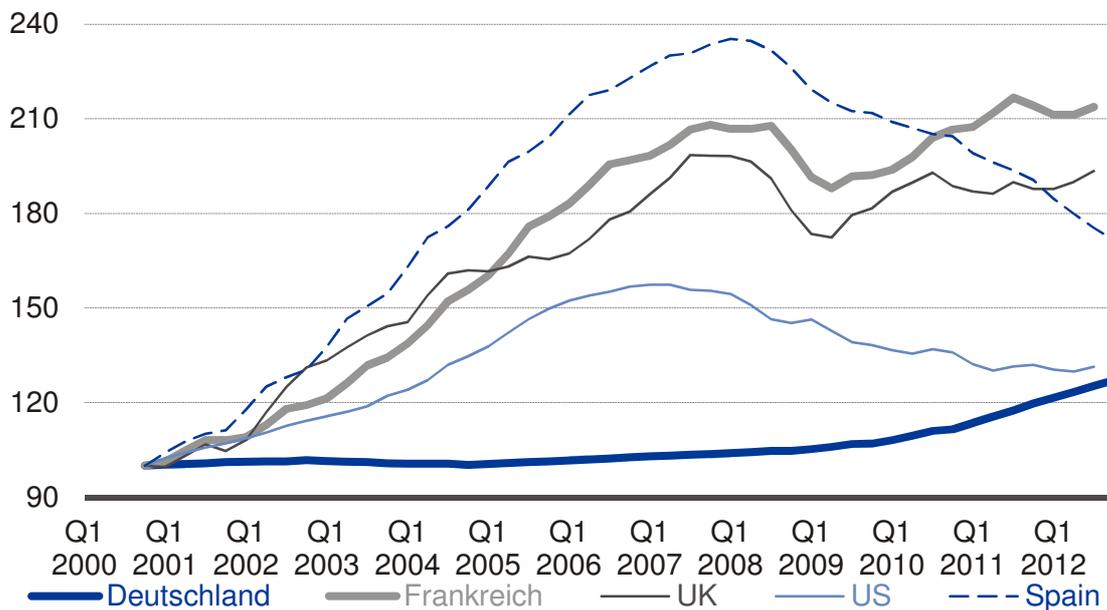
Daraus lässt sich ableiten, dass die Stabilität von Immobilienmärkten große Bedeutung für die Stabilität einer Volkswirtschaft hat. Bisher war die Regulierung der deutschen Immobilienmärkte im internationalen Vergleich sehr stabilitätsorientiert. Die deutschen Wohnungsmärkte erlebten weniger und weniger starke Zyklen als beispielsweise die US-amerikanischen, die britischen oder die spanischen Wohnungsmärkte.<sup>11</sup> Auch die gewerblichen Immobilienmärkte in Deutschland sind deutlich weniger zyklisch als andere europäische oder die US-amerikanischen Märkte. Die Mietrenditen für deutsche Büroobjekte in sehr guten Lagen sind beispielsweise im Durchschnitt niedriger und erheblich geringeren Schwankungen unterworfen als in anderen europäischen und außereuropäischen Ländern.

---

<sup>10</sup> IMF 2011.

<sup>11</sup> Vgl. Just/Ebner 2006.

**Abbildung 3:** Abb.: Wohnungspreise in OECD-Ländern, Q4 2005=100

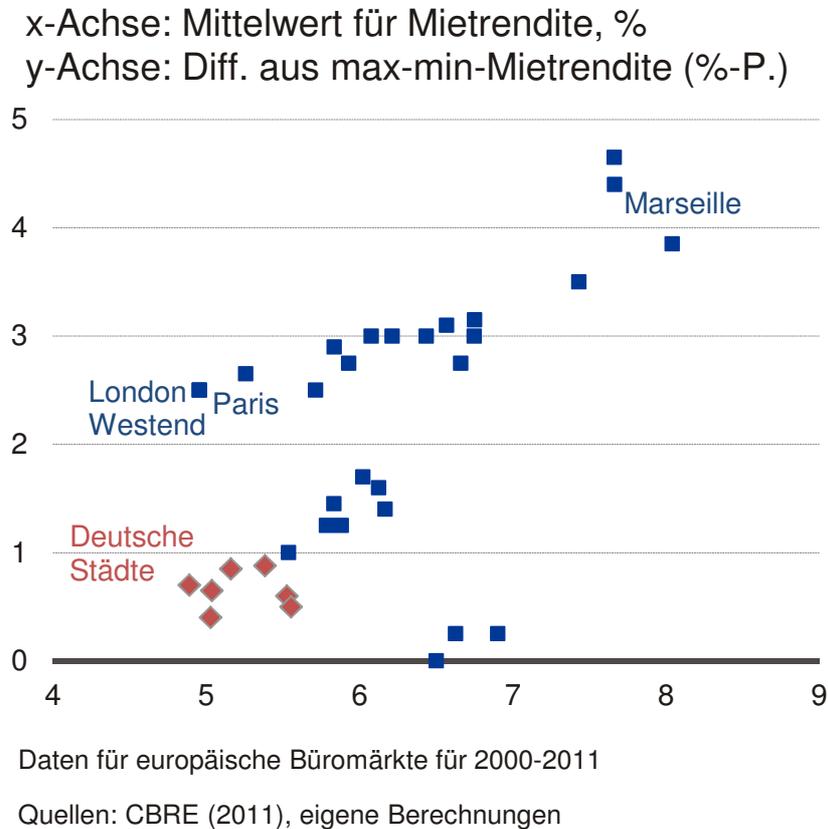


Quellen: BIS, BulwienGesa

Wenn nun sowohl die Transaktionsvolumina als auch die Bautätigkeit starken Schwankungen unterworfen sind, hat dies zwei zentrale Implikationen: Erstens könnten durch Bewegungen auf Immobilien- und Baumärkten aufgrund ihres großen volkswirtschaftlichen Anteils sowie der starken wirtschaftlichen Verflechtung<sup>12</sup> starke Verwerfungen auf die Gesamtwirtschaft übertragen werden. Zweitens folgt hieraus, dass Eingriffe auf den Immobilienmärkten und den Immobilien-Anlagemärkten erst nach einer Folgen-Nutzen-Abwägung und auch nur sehr behutsam vorgenommen werden sollten. Substantielle Änderungen der Regulierung bedürfen vor diesem Hintergrund einer besonderen Rechtfertigung.

<sup>12</sup> Für das Grundstücks- und Wohnungswesen zeigen die aktuellen Input-Output-Tabellen beispielsweise einen gesamten Input-Koeffizienten von 2,7 an. Dieser Wert liegt um das Vierfache höher als der mittlere Input-Koeffizient aller Branchen. Die Größe und Verflechtung des Sektors kommt hier deutlich zum Ausdruck, vgl. Destatis 2008.

**Abbildung 4:** Stabilität deutscher Büromärkte im Vergleich zu europäischen Vergleichsstädten



## 2.3 IMMOBILIEN- UND BAUBRANCHE ALS STAATLICHE INTERVENTIONSFELDER

Sowohl die Immobilien- als auch die Baubranche sind aufgrund der oben skizzierten Eigenschaften wirtschaftspolitisch sensible Branchen. Lässt sich eine Rezession durch keynesianische Politik dämpfen, so sollten die Maßnahmen dort ansetzen, wo der Hebel groß ist und schnell wirken kann. Da die Importquote in der Immobilien- und Baubranche vergleichsweise klein ist, können hier große Multiplikatoreffekte greifen, das heißt beispielsweise, dass eine Erhöhung öffentlicher Ausgaben für Bauzwecke größere sogenannte „Mehrrundeneffekte“ für den privaten Konsum und

die privaten Investitionen erzielen als bei Branchen mit hoher Importquote.<sup>13</sup> Um die heimische Wirtschaft zu stabilisieren, ist es sinnvoll, Ausgaben auf solche Branchen zu fokussieren, wo mit hohen Mehrrundeneffekten zu rechnen ist. Das Rheinisch-Westfälische Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) schätzt, dass kurzfristige, isolierte Multiplikatoreffekte für zusätzliche Bauausgaben in der Größenordnung von 2,4 bis 2,6 auftreten können. Das heißt, jeder zusätzlich investierte Euro führt zu zusätzlichen gesamtwirtschaftlichen Rückläufen für die gesamtwirtschaftliche Produktion von 1,4 bis 1,6 Euro. Die Beschäftigungseffekte fallen in diesen Berechnungen fast genauso stark aus.<sup>14</sup>

Natürlich lassen sich aus solchen Effekten nicht die langfristigen Opportunitätskosten einer steuer- bzw. schuldenfinanzierten Ausgabenpolitik ableiten, gleichwohl dienen die Ergebnisse oft als Argument für Ausgabenprogramme. Letztlich muss es eine langfristige Nachfragerechtfertigung geben. Hinzu kommt, dass durch erhebliche Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen die Schwankungsanfälligkeit des Sektors erhöht werden kann.

---

<sup>13</sup> Technisch gesprochen: Der gesamtwirtschaftliche Multiplikator in einer einfachen offenen Volkswirtschaft wird durch den reziproken Wert aus Spar- und Importquote gebildet. Je höher die Importquote, desto größer der Nenner und folglich desto niedriger die Multiplikationswirkung einer Erhöhung der öffentlichen Ausgaben.

<sup>14</sup> Vgl. Barabas et al. 2011.

# 3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG VON INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN

---

## 3.1 KAPITALSAMMELFUNKTION

Die entscheidende Stärke des kapitalistischen Marktsystems besteht darin, knappes Kapital in die jeweils sinnvollste Verwendung zu steuern. Für besonders große Investitionen muss dieses Kapital von vielen Kapitalgebern zunächst transaktionskosteneffizient eingesammelt werden, da sich ansonsten alle Anleger zu jedem Zeitpunkt über alle Investitionsmöglichkeiten informieren müssten. Damit würden Spezialisierungsvorteile verloren gehen. Damit diese Vorteile realisiert werden können, müssen Kapitalsammelstellen Produkte effizient anbieten und Kunden sachgerecht informieren.

Eine wesentliche Voraussetzung zum Erfüllen der volkswirtschaftlich bedeutsamen Funktion einer Kapitalsammelstelle hängt demnach von einem funktionstüchtigen Vertrieb ab. Hierzu ist es zunächst nicht relevant, ob diese Sammelfunktion von einem provisionsabhängigen Vertrieb, von Honorarberatern oder in direkter Kommunikation zwischen Anleger und Anbieter (bspw. über Internet) stattfindet. Entscheidend ist es, dass ein Produkt so ausgestaltet ist, dass der Vertrieb sowohl eine Möglichkeit als auch einen Anreiz hat, dieses zu verkaufen. Ein Produkt, das zwar auf die Bedürfnisse der Anleger zugeschnitten ist, aufgrund fehlender Vertriebsmöglichkeiten aber nicht beim Anleger ankommt, verfehlt dann seinen Zweck sowohl für den Anbieter als auch für den Anleger. Ein Produkt ist für alle Vertriebswege ungeeignet, wenn es zu komplex ist oder vom Anleger grundsätzlich abgelehnt wird. So haben REITs aufgrund der Börsenaversion der Anleger nur eine untergeordnete Bedeutung in der privaten Vermögensanlage.<sup>15</sup> Institutionelle

---

<sup>15</sup> Dies kommt beispielsweise auch in geringen Platzierungszahlen von REIT-Fonds zum Ausdruck.

Anleger, insbesondere aus dem Ausland, wären hingegen sehr daran interessiert, in der Form von REITs in den deutschen Markt zu investieren. Dieser Nachfrage steht aber derzeit nur ein eingeschränktes Angebot gegenüber. Demzufolge werden in Deutschland von Privatpersonen vor allem Offene und Geschlossene Immobilienfonds gehalten. Im Jahr 2011 hielten etwa 1,9 Millionen Anleger Beteiligungen in Geschlossenen Fonds, hiervon 800 000 in deutschen oder ausländischen Immobilienfonds. Die Anzahl der Anleger in Offene Immobilienfonds beträgt etwa 2,3 Mio.<sup>16</sup>

Institutionelle Anleger investieren vor allem über Offene Immobilien-Spezialfonds (ca. 36,5 Mrd. Euro) und in geringerem Umfang über Offene Immobilien-Publikumsfonds sowie Geschlossene Fonds und REITs bzw. Immobilien-Aktiengesellschaften. In Geschlossenen Immobilienfonds sind ca. 2,1 Mrd. Euro institutionelles Eigenkapital in Fonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland investiert sowie 650 Mio. Euro in Fonds mit Anlageschwerpunkt im Ausland.<sup>17</sup>

### 3.2 GRÖßENVORTEILE UND REDUKTION VON SYSTEMISCHEN RISIKEN

**Größenvorteile.** Die Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen lässt sich dahingehend zusammenfassen, dass professionelle Akteure auf den Immobilienmärkten effizienter agieren können und damit sowohl eine höhere Produzenten- als auch Konsumentenrente erzielen können als nicht spezialisierte Akteure. Dies lässt sich im Wesentlichen auf Skaleneffekte zurückführen. So können professionelle Immobilieninvestoren beispielsweise mehr Informationen aufnehmen und sachgerecht für Investitionsentscheidungen auswerten. Weiterhin verteilen sich Fixkosten auf größere Anlagevolumina und bewirken so eine Kostendegression. In Summe können Anbieter indirekter Immobilienanlagen als professionelle

---

<sup>16</sup> Quelle: VGF sowie Schätzungen nach BVI-Angaben. Doppelzählungen sind hierbei möglich.

<sup>17</sup> Quelle BVI, VGF, Stand Dezember 2012. Der Anteil von direkten und indirekten Immobilienanlagen am Gesamtportfolio von institutionellen Anlegern beträgt nach Umfragen etwa 7,1%, vgl. Kleine et al. 2012.

Marktakteure die Anlage von Vermögen in Immobilien als Wirtschaftsgüter billiger bereitstellen als Privatanleger. Dies beinhaltet den gerade für Immobilien bedeutsamen Aspekt, dass mit indirekten Immobilienanlagen finanzielle Ressourcen effizienter allokiert werden als durch vergleichsweise uninformierte Anleger. Somit kann Fehlentwicklungen auf den Immobilienmärkten entgegengewirkt werden, da solche Entwicklungen eher von den professionellen Marktteilnehmern frühzeitig erkannt werden.

**Schutz des Anlegers vor Extremrisiken.** Gerade im Kontext von Alterssicherung ist bedeutsam, dass Anleger bei der Investition in das diversifizierte Immobilien-Portfolio einer indirekten Anlage wesentlich besser vor Risiken, insbesondere Extremrisiken, geschützt sind als bei einer Direktanlage in Immobilien. An einem vereinfachten Beispiel sei dies wie folgt dargestellt: Es möge in einer kleinen Volkswirtschaft 1 000 Anleger geben, von denen jeder 400 000 Euro Eigenkapital investieren möchten. Jeder Anleger erwerbe mit 60% Fremdkapital je ein Objekt für 1 Mio. Euro. Von den 1 000 gekauften Objekten mögen 5% starke Wertverluste (Rückgänge der Werte um 50%) erleiden und 95% der Objekte eine Wertsteigerung von 5% abwerfen. Die Marktteilnehmer erwarten also eine mittlere Wertänderungsrendite von  $(5\% \times -50\% + 95\% \times 5\%) = 2,25\%$ . Wenn sich die Risiken nicht in einer indirekten Immobilienanlage poolen lassen, werden demnach 50 Anleger einen Verlust von 500 000 Euro erzielen. Für alle Marktteilnehmer bestünde also ein Insolvenzrisiko. Bilden die 1 000 Anleger hingegen durch eine indirekte Immobilienanlage einen Anlegerpool über alle 1 000 Objekte, lässt sich das Ausfallrisiko auf Objektebene zwar nicht vermeiden, wohl aber auf Anlegerebene. In Summe läge der Wert aller Objekte entsprechend nach einem Jahr ebenfalls bei 1 0225 000 Euro, aber für keinen der Anleger besteht ein Insolvenzrisiko.

Der einzelwirtschaftliche Vorteil einer Insolvenzvermeidung beinhaltet gleichzeitig einen gesamtwirtschaftlichen Vorteil, da soziale Auffangmechanismen entlastet werden.

### 3.3 FINANZIERUNGSFUNKTION

2013 und 2014 stehen Immobilienfinanzierungen im Volumen von jeweils ca. 35-45 Mrd. Euro zur Refinanzierung an.<sup>18</sup> Zudem werden durch Basel III die Eigenkapitalanforderungen an die Banken weiter ansteigen, was eine weitere Einschränkung der Kreditvergabe zur Folge haben wird. Diese Effekte könnten durch weitere Abschreibungen auf Buch- und Briefkredite verstärkt werden. 2011 und 2012 war bereits zu beobachten, dass sich die Banken zunehmend aus der Immobilienfinanzierung zurückgezogen haben. Zwar werden von neuen Marktteilnehmern wie Versicherungen oder sogenannten Debt-Funds zusätzlich Immobilienfinanzierungen angeboten, der Fehlbetrag könnte für 2013 aber dennoch auf voraussichtlich 86 Mrd. USD in Europa ansteigen, davon allein 27 Mrd. in Deutschland.<sup>19</sup> Sofern die geplanten Eigenkapitalerhöhungen der Banken nicht wie geplant durchgeführt werden können, kann die nicht gedeckte Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen noch deutlich höher werden.

Neben dem stark gesunkenen Angebot an Fremdkapital ist weiter zu berücksichtigen, dass die Banken bei Projektentwicklungen und gewerblichen Immobilieninvestitionen mittlerweile einen deutlich erhöhten Eigenkapitaleinsatz verlangen als in den Jahren vor der Krise üblich. In diesem wirtschaftlichen Umfeld ist es besonders wichtig, dass die Quellen zur Eigenkapitalfinanzierung in Form von indirekten Immobilienanlagen nicht noch zusätzlich substantiell geschwächt werden, da sonst insbesondere große Immobilienprojekte nur noch sehr eingeschränkt möglich sind. Nachfolgende Tabelle gibt das von den Geschlossenen und Offenen Immobilienfonds sowie Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs in Deutschland investierte Eigenkapital (Nettofondsvermögen) wieder, die eine Indikation für die Finanzierungsfunktion der verschiedenen indirekten Immobilienanlagen geben.

---

<sup>18</sup> Vgl. Pylypchuk/Hubbard 2010, S. 3.

<sup>19</sup> Vgl. Almond/Vrensen 2012.

**Abbildung 5:** Finanzierungsfunktion von indirekten Immobilienanlagen

	Geschlossene Immobilienfonds	Offene Immobilienfonds (Publikumsfonds)	Offene Immobilienfonds (Spezialfonds)	Immobilien-AGs und REITs
Eigenkapital (Nettofondsvermögen)	36,8	82,1	36,5	16,3 *)
davon in Deutschland	23,3	28,7	20,4	N.A.

Quelle, Datastream, BVI, VGF, Stand Dez. 2012, in Mrd. Euro. Bei Offenen Immobilienfonds von wurde von einem Deutschland-Anteil von 35% (Publikumsfonds) bzw. 56% (Spezialfonds) ausgegangen.

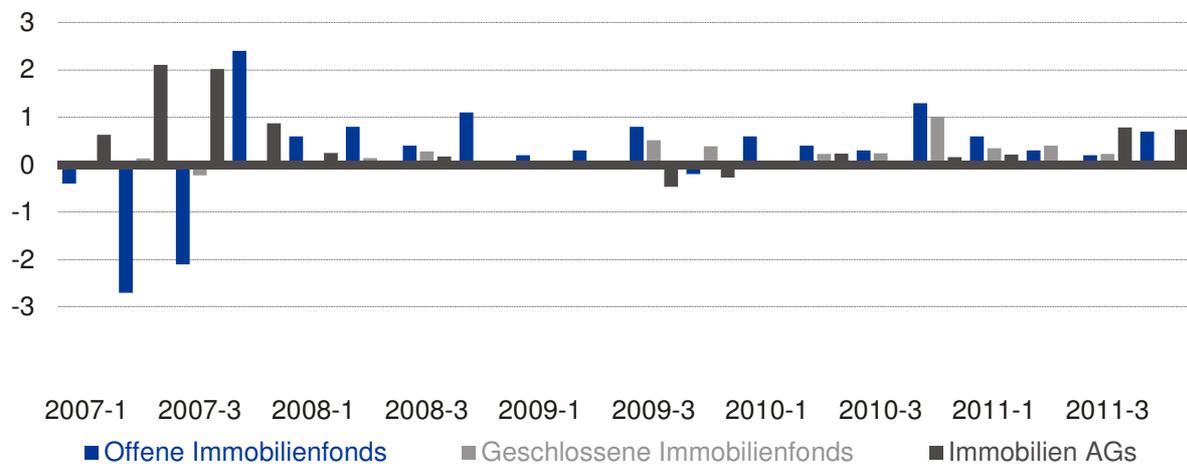
\*) Marktkapitalisierung DIMAX

### 3.4 EMPIRISCHE ANALYSE DER TRANSAKTIONEN AUF DEM DEUTSCHEN MARKT FÜR GEWERBEIMMOBILIEN

Durch die drei Immobilienvehikel *Offene Immobilienfonds*, *Geschlossene Immobilienfonds* und *Immobilien-Aktiengesellschaften* (im Folgenden inkl. REITs) wird ein großer Teil des gewerblichen Immobilienvermögens in Deutschland handelbar. Zwischen 2007 und 2011 agierten die drei Vehikel in 35% der untersuchten Transaktionsfälle als Käufer (Spannbreite in Einzelquartalen: 20,7-61,9%) und in 19% als Verkäufer (Spannbreite in Einzelquartalen: 9,1-40,3%).<sup>20</sup> Demnach haben die drei Vehikel maßgeblichen Einfluss auf das Transaktionsgeschehen am deutschen Immobilienmarkt und somit auch Auswirkungen auf dessen Stabilität.

<sup>20</sup> Quelle: Real Capital Analytics. Insgesamt wurden 2 322 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 116 Mrd. Euro ausgewertet.

**Abbildung 6:** Transaktionsaktivitäten der indirekten Immobilienanlagevehikel



Quellen: Real Capital Analytics, BVI, Angaben in Mrd. EUR je Quartal

In obiger Abbildung wird der Saldo aus Immobilienkäufen und -verkäufen der drei Vehikel über die vergangenen fünf Jahre dargestellt. Es wird ersichtlich, wie deutlich sich die Marktaktivität der Vehikel unterscheidet:

- In den Jahren vor der Finanzkrise expandierten die deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften/REITs sehr stark. Im Gegensatz dazu nutzten viele Geschlossene Immobilienfonds diese Phase zum Exit. Dies spiegelt sich auch in den Nettoverkäufen der Quartale 2007 Q3 bis 2008 Q1 wider.
- Zum Höhepunkt der Finanzkrise brach die Transaktionstätigkeit fast vollständig zusammen. Die Analyse der wenigen Transaktionen dieser Phase zeigt, dass Offene Immobilienfonds zu dieser Zeit noch überdurchschnittlich häufig auf der Käuferseite tätig waren.<sup>21</sup>

Mit dem Anziehen der Transaktionstätigkeit seit dem dritten Quartal des Jahres 2009 gingen deutliche Nettoverkäufe der Immobilien-Aktiengesellschaften einher. In dieser Phase expandierten Geschlossene und Offene Immobilienfonds bereits wieder.

<sup>21</sup> Für die Analyse der aggregierten Daten für die Offenen Immobilienfonds sowie für die weiteren Korrelationsanalysen haben wir die Daten des BVI verwendet. Für Einzelbetrachtungen und einzelnen Detailanalysen verwendeten wir Daten des Datenanbieter Real Capital Analytics (RCA). Beide Datensätze sind nicht deckungsgleich, systematische Abweichungen liegen nicht vor, da die RCA-Stichprobe hinreichend groß ist. Allerdings kann es Abweichungen in Einzelquartalen geben.

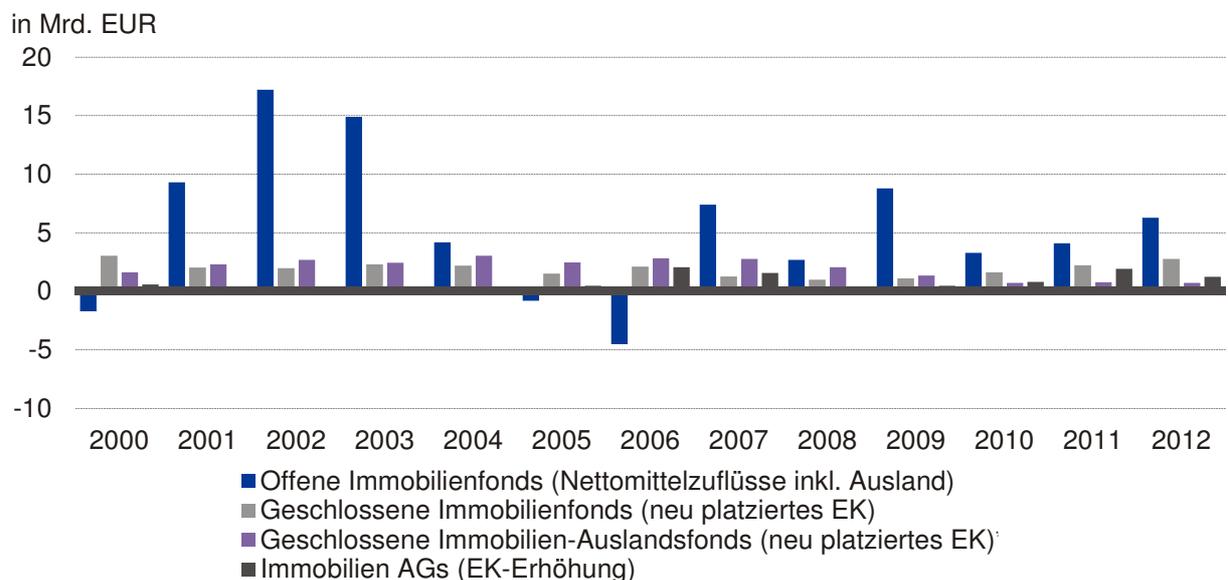
Insgesamt scheinen die Nettoströme der einzelnen Vehikel sehr unterschiedlichen Zyklen unterworfen zu sein. Eine Analyse der Korrelationskoeffizienten zwischen den Transaktionstätigkeiten bestätigt dies:

- Am deutlichsten unterscheidet sich die Transaktionstätigkeit zwischen Geschlossenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften. Ihre Nettotransaktionen sind mit einem Korrelationskoeffizienten ( $\rho$ ) von -0,42 deutlich negativ korreliert, wobei insbesondere das Kaufverhalten negativ korreliert ist.
- Die Nettotransaktionen von Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds sind nur mäßig ( $\rho=0,25$ ), wobei zwischen den Verkäufen auf der Basis der RCA-Stichprobe durchaus ein Gleichlauf ( $\rho=0,73$ ) besteht, allerdings sind die Käufe negativ korreliert.
- Der Zusammenhang zwischen den Transaktionsaktivitäten Offener Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften ist insgesamt gegenläufig. Der Korrelationskoeffizient für die Nettoaktivitäten beläuft sich auf -0,65.

Die Analyse zeigt im Detail, wie heterogen das Transaktionsverhalten der drei bedeutenden Immobilienvehikel in Deutschland ist. Insgesamt agieren die drei Vehikel überwiegend uneinheitlich – sowohl hinsichtlich Timing als auch Volumen. Dies hilft Zyklen zu dämpfen, da der Verkaufsdruck des einen Vehikels zumindest teilweise durch die Kaufbereitschaft eines anderen aufgefangen wurde. Eine Stabilisierung kann naturgemäß nur stattfinden, wenn die Vehikel grundsätzlich in denselben Marktsektoren aktiv sind. Die Auswertungen der Transaktionen nach Sektoren deuten auf relativ ähnliche Transaktionsschwerpunkte der verschiedenen Vehikel hin. Die obigen Hinweise auf eine Glättung der Marktzyklen gelten daher wahrscheinlich sektorenübergreifend.

Auch der Blick auf den Mittelzufluss belegt, dass die Eigenmittel in unterschiedlichen Zeiträumen in verschiedener Höhe eingeworben werden und so das heterogene Marktverhalten erst ermöglichen.

**Abbildung 7:** Entwicklung der Eigenkapitalplatzierungen der Vehikel



Quellen: Datastream, BVI, VGF, Feri

Die obige Abbildung zeigt den Verlauf der Platzierungsergebnisse. Auch hier zeigen sich auf den ersten Blick deutliche Unterschiede. Die Nettomittelzuflüsse in Offene Immobilienfonds scheinen sich antizyklisch mit dem Immobilienmarkt zu entwickeln. Vor dem Immobilienboom der Jahre 2005 bis 2007 konnten in großem Umfang neue Mittel eingesammelt werden.<sup>22</sup> Ebenso erfuhr die Branche zum Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2009 vergleichsweise hohe Mittelzuflüsse. Das jährlich platzierte Eigenkapital von Geschlossenen Immobilienfonds ist dagegen vergleichsweise stabil. Tendenziell waren die Mittelzuflüsse aus Fondssinitierungen in Boomjahren jedoch geringer als in Abschwungphasen. Dies dürfte sich stabilisierend auf die Immobilienmärkte ausgewirkt haben, denn sonst wäre zusätzlich zur starken Nachfrage durch Immobilien-Aktiengesellschaften und Offene Immobilienfonds weitere Nachfrage entstanden.

<sup>22</sup> Die Nettomittelzuflüsse der Offenen Immobilienfonds wurden hier nicht um Auslandsimmobilien bereinigt. Somit wird der Investitionsdruck in Bezug auf den deutschen Immobilienmarkt tendenziell überschätzt.

Deutsche Immobilienaktien haben bis zu Beginn des Jahres 2007 starke Wertsteigerungen erfahren. Der Immobilienaktienindex *DIMAX* erreichte im Laufe des Jahres 2006 seinen bisherigen Höchststand. In dieser Phase waren die Immobilien-Aktiengesellschaften auf Wachstumskurs und versuchten, diesen durch Eigenkapitalerhöhungen zu verstärken. Auch unter Zuhilfenahme großer Fremdfinanzierungen erklären sich so die massiven Zukäufe des Vehikels in dieser Zeit. Mit der Finanzkrise gingen jedoch Eigenkapitalerhöhungen wie auch die Kaufaktivität deutlich zurück.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Mittelzuflüsse in Offene Immobilienfonds eher antizyklisch zum Immobilienmarkt verlaufen; Geschlossene Immobilienfonds platzieren relativ unabhängig vom Markt konstant neues Eigenkapital. Kapitalerhöhungen wie auch das Kaufverhalten von Immobilien-Aktiengesellschaften sind dagegen eher prozyklisch. Die Koexistenz aller Vehikel reduziert somit Marktschwankungen.

## 4 INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN AUS SICHT DER ANLEGER

---

### 4.1 INFORMATIONSTRANSFORMATION DURCH INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN

**Direkte Immobilienanlage.** Für eine direkte Immobilienanlage muss ein Investor eine Reihe von Kenntnissen haben und sich zudem laufend aktuelle Informationen beschaffen und verarbeiten. Zunächst müssen die Immobilienmärkte analysiert werden, um festzustellen, auf welchem Markt zum gegebenen Zeitpunkt eine Anlage sinnvoll erscheint. Vor der Entscheidung für eine konkrete Immobilie muss die technische und rechtliche Beschaffenheit der Immobilie geprüft werden und eine Einschätzung des wirtschaftlichen Ertragspotentials u.a. auch des Standorts vorgenommen werden. Während der Haltedauer muss zudem eine professionelle Verwaltung gewährleistet sein und weiterhin der Markt permanent überwacht werden, um den richtigen Zeitpunkt für den Verkauf zu bestimmen. Einem privaten Anleger wird es in der Regel nicht möglich sein, diese Kenntnisse und Informationen in der gleichen Professionalität vorzuhalten wie ein Anbieter indirekter Immobilienanlagen. Ein privater Anleger trifft daher seine Entscheidungen in der Regel unter höherem (Irrtums-) Risiko als ein institutioneller Investor. Die in den Medien unter der Bezeichnung „Schrottimmobilien“ bekannt gewordenen Fehlinvestitionen sind ein deutliches Beispiel für die Risiken einer Direktanlage in Immobilien durch nicht ausreichend informierte Anleger.

Das Potenzial zur Kostendegression bei der Informationsbereitstellung ist nicht mit einem spezifischen Produkt verbunden, sondern vielmehr eine Funktion des Gesamtvolumens, das von einem Anbieter verwaltet wird. Auch haben manche Anbieter gleichzeitig Offene und Geschlossene Immobilienfonds im Angebot und können bspw. Informationen zentral generieren und verarbeiten und so Kostenvorteile für beide Produktkategorien nutzen.

Aus der Sicht des Anlegers ist zu fordern, dass der Anbieter tatsächlich ein Mindestmaß an Informationstransformation betreibt. Handelt es sich zudem um ein reguliertes Produkt, das der Kapitalaufsicht unterliegt, sollte er zudem vertrauen können, dass eine dahingehende Überprüfung durch die Aufsichtsbehörden durchgeführt wird. Hierdurch entstehen zusätzliche Kostenvorteile, da Aufsichtsbehörden diese Prüfung und Überwachung effektiver und kostengünstiger durchführen können als einzelne Investoren, insbesondere Privatanleger.

## 4.2 RISIKOMINDERUNG IN GEMISCHTEN UND NICHT GEMISCHTEN PORTFOLIOS

In verschiedenen empirischen Studien konnte für die meisten Volkswirtschaften und Anlagezeiträume nachgewiesen werden, dass Immobilien in einem gemischten Portfolio (z.B. aus Aktien und Renten) das Anlagerisiko vermindern. Hierbei sind die Streuungsvorteile insbesondere bei langer Haltedauer groß.<sup>23</sup> Allerdings kann eine Immobilienanlage diese risikomindernde Wirkung nur dann entfalten, wenn in eine ausreichende Anzahl von Objekten investiert wird und diese nach Standort, Nutzungsart, Alter und ggf. weiteren Kriterien gestreut werden. Die Frage, ab welcher Anzahl von Immobilien eine optimale Diversifikation gegeben ist, ist wissenschaftlich nicht eindeutig geklärt. Während theoretisch mehrere hundert Immobilien zur optimalen Diversifikation erforderlich sind, halten nur wenige institutionelle Investoren (bspw. Versicherungsunternehmen) neben Aktien und Anleihen mehr als 50 Immobilien in ihrem Portfolio.<sup>24</sup> Ein möglicher Erklärungsansatz könnte darin liegen, dass mit zunehmender Anzahl der Immobilien die Diversifikationsgewinne im Verhältnis zu den zusätzlichen Kosten zu gering sind.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> Vgl. Lee/Stevenson 2006, Maurer/Sebastian 1999.

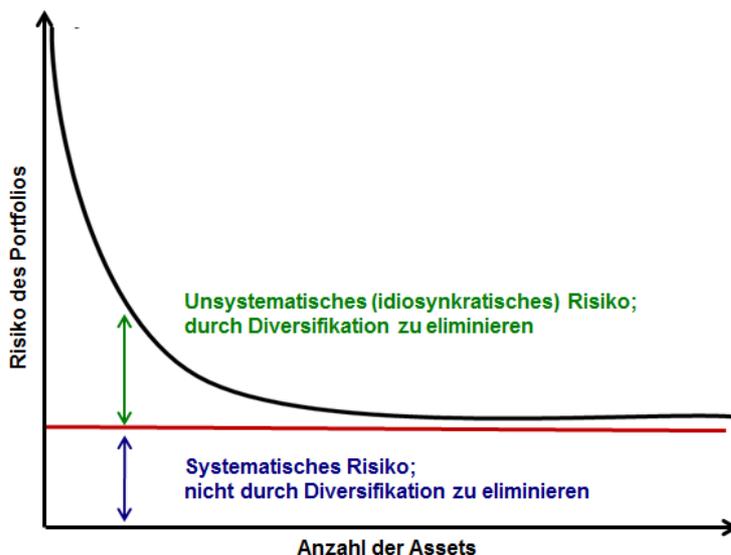
<sup>24</sup> Nach einer Studie für den britischen Immobilienmarkt von Brown/Matysiak 2000 besteht ein hoch diversifiziertes Immobilienportfolio aus mindestens 200 Immobilien und ist über verschiedene Nutzungsarten gestreut. Byrne/Lee 2000 kommen für einen aktualisierten Datensatz zu vergleichbaren Ergebnissen. Nach Byrne/Lee 2003 benötigt man hunderte oder sogar tausende von Immobilien, um ein wohldiversifiziertes Portfolio zu erhalten.

<sup>25</sup> Vgl. Lee 2005.

Diversifikation erfolgt also vor allem über eine hohe Immobilienanzahl im Portfolio. Auch aus einer Streuung über verschiedene Nutzungsarten resultiert eine Reduktion des Risikos, allerdings lassen sich vergleichbare Ergebnisse auch durch Erhöhung der Anzahl der Objekte innerhalb einer Nutzungsart erreichen.<sup>26</sup>

Ist innerhalb der Assetklasse Immobilien keine ausreichende Diversifikation gegeben, so muss der Anleger ein hohes spezifisches Risiko tragen, für das er nicht mit einer entsprechend höheren Rendite entlohnt wird. Bei perfekter Streuung des Portfolios ist der Investor hingegen nur noch dem systemischen (Immobilien-) Marktrisiko ausgesetzt. Nachfolgende Abbildung verdeutlicht diesen Zusammenhang zwischen Anzahl der Immobilien und dem Risiko der Anlage.

**Abbildung 8:** Diversifikation und Anzahl der Assets im Portfolio<sup>27</sup>



Aufgrund des hohen Investitionsvolumens wird es in der Regel privaten Anlegern ebenso wie kleinen und mittleren institutionellen Anlegern nicht möglich sein, ein

---

<sup>26</sup> Die Auswirkungen einer Diversifikation nach Ländern sind für Immobilien deutlich stärker als für Aktien oder Bonds, vgl. Eichholtz 1996.

<sup>27</sup> Vgl. Sebastian et al. 2012.

nach Standort, Nutzungsart, Alter und ggf. weiteren Kriterien diversifiziertes Immobilienportfolio aufzubauen. Typischerweise haben Immobilienanlagen für professionelle Anleger ein Investitionsvolumen von mindestens 10 Mio. Euro. Geht man von einer Mindestanzahl von 30 Immobilien und einer maximalen Immobilienquote von 20% aus, so ergibt sich für Direktanlagen ein notwendiges gesamtes Anlagevolumen von 1,5 Milliarden Euro. Viele institutionelle Investoren haben aber eine Immobilienanlagequote von nur 5 bis 10% und viele Anlageimmobilien ein Investitionsvolumen von deutlich mehr als 10 Millionen, so dass Direktinvestitionen oftmals erst ab dem Vielfachen des o.a. notwendigen gesamten Anlagevolumens sinnvoll sind. Immobilien als Anlageklasse und deren spezifisches Risiko-Rendite-Profil sind daher nur durch indirekte Immobilienanlagen für private Anleger zugänglich. Dies gilt gleichsam für kleinere und mittlere institutionelle Investoren.

#### 4.3 LOSGRÖßENTRANSFORMATION ALS VORAUSSETZUNG ZUR RISIKOTRANSFORMATION

Die Aufteilung großer Anlagevolumina in kleine Anteilsscheine, die sogenannte „Losgrößentransformation“ stellt ein wesentliches Merkmal indirekter Immobilienanlagen dar, selbst wenn diese nur ein Objekt halten. Ein **privater Anleger** mit einem gesamten Finanzvermögen von beispielsweise 40 000 Euro,<sup>28</sup> der etwa 20% in Immobilien anlegen möchte und dies ggf. zusätzlich über mehrere Gesellschaften streuen möchte, benötigt eine Investitionsmöglichkeit mit einer maximalen Losgröße von etwa 1 000 Euro. **Institutionelle Anleger** hingegen bevorzugen oftmals deutlich größere Anlagemöglichkeiten von 5-50 Mio. Euro, um Informations- und Verwaltungskosten zu begrenzen.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Das durchschnittliche Nettovermögen betrug 2007 etwa 88 000 Euro (Mittelwert) bzw. 15 000 Euro (Median), vgl. Frick/Grabka/Hauser 2010.

<sup>29</sup> Zur Rolle von Immobilien im Portfolio institutioneller Anleger vgl. Kleine et al. 2012.

#### 4.4 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR RISIKODIVERSIFIZIERUNG

Als indirekte Anlagevehikel stehen *Offene Immobilienfonds*, *Geschlossene Immobilienfonds* sowie *Immobilien-Aktiengesellschaften* und *REITs* zur Verfügung.

Aufgrund des hohen Investitionsvolumens bieten **Offene Immobilienfonds** derzeit die größten Diversifikationspotenziale. Nach BVI-Angaben war das durchschnittliche Portfolio eines Offenen Immobilienfonds zum Jahresende 2010 in 44 verschiedene Immobilien investiert, wobei einzelne Fonds in bis zu 150 Immobilien investiert sind. Offene Immobilienfonds investieren zudem auch in verschiedene Nutzungsarten und seit den 90er Jahren auch verstärkt international. Die nachfolgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Streuung der Offenen Immobilienfonds nach Ländern und Nutzungsarten.<sup>30</sup> Eine derart breite Diversifikation ist vor allem durch die Größe der Offenen Immobilienfonds bedingt, welche zum Jahresende 2010 ein durchschnittliches Fondsvermögen von 2,3 Mrd. Euro aufwiesen. Durch die niedrigen Preise der einzelnen Anteilsscheine von selten mehr als 100 Euro und der Möglichkeit des Erwerbs von Bruchteilen eines Anteils ist zusätzlich auf der Ebene des Anlegers auch bei kleinen Anlagevolumina eine Streuung über mehrere Fondsgesellschaften möglich.

---

<sup>30</sup> Vgl. Sebastian/Strohsal 2011.

**Abbildung 9:** Verteilung der Portfolios Offener Immobilienfonds (nach Wert in Euro)

Nach Ländern

Deutschland	30,76%
Frankreich	17,13%
UK	9,92%
Niederlande	6,62%
Italien	4,71%
USA	4,22%
Spanien	3,41%
Belgien	2,81%
Polen	2,78%
Schweden	1,35%
Österreich	1,66%
Luxemburg	1,76%
Andere	12,87%
	100%

Nach Nutzungsarten

Büro	61,9%
Handel	21,3%
Hotel	4,1%
Industrie	4,3%
Andere	8,4%
	100%

Quelle: BVI, Stand 09/2012

Hingegen erwerben **Geschlossene Immobilienfonds** in der Regel nur eines oder wenige Objekte. Nach VGF-Angaben hatte der durchschnittliche neu aufgelegte Geschlossene Immobilienfonds im Jahr 2012 ein Fondsvolumen von 33,8 Mio. Euro. Eine Diversifikation des Immobilienrisikos kann bei einer Anlage in Geschlossenen Fonds aber durch den Erwerb mehrerer Fondsanteile auf Ebene des Anteilseigners hergestellt werden.<sup>31</sup> Allerdings bleibt Kleinanlegern diese Möglichkeit häufig verschlossen, da die Mindestbeteiligungssummen zumeist zwischen 5 000 und 10 000 Euro liegen. Eine Diversifikation über 30 Objekte mittels Ein-Objekt-Fonds würde demnach bei einem Immobilienanteil von 20% ein Anlagevermögen von 750 000 bis 1,5 Mio. Euro bedingen; entsprechend bei einer Diversifikation über 15 Objekte und Fonds mit durchschnittlich zwei Immobilien ein Anlagevermögen von ca. 190 000 bis 380 000 Euro.

Zumindest in theoretischer Hinsicht erreichen **Immobilien-Aktien und REITs** aufgrund der höheren Anzahl von verwalteten Immobilien eine deutlich höhere Risikodiversifikation als Geschlossene Fonds. Allerdings hatte die durchschnittliche im DIMAX gelistete Immobilienaktie nur eine Marktkapitalisierung von ca. 15 Mio.

---

<sup>31</sup> Vgl. Lee 2006 zur optimalen Anzahl von Immobilienfonds im Anlageportfolio.

Euro (Stand 1.10.2012). Auch wenn das Immobilienvermögen aufgrund von Fremdfinanzierung in der Regel höher ist, ist der Sektor der börsennotierten Immobiliengesellschaften im internationalen Vergleich sehr klein. Schon aus diesem Grund werden Anleger eine zusätzliche Diversifikation durch den Erwerb von Anteilen an mehreren Gesellschaften erreichen wollen, was aufgrund der z.T. sehr kleinen Stückelung der Aktien auch für Kleinanleger möglich ist. Allerdings ist bei vielen deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften der Streubesitz gering, so dass bei diesen nur eine eingeschränkte Liquidität am Markt gegeben ist und die Aktien vielfach nicht über die Börse erworben werden können. Alternativ bietet sich die Investition in einen Wertpapierfonds an, der in europäische oder internationale Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. REITs investiert ist. Hierdurch kann zum einen die Enge des deutschen Marktes überwunden werden. Zum anderen sind die Gesellschaften meist geografisch und nach Nutzungsarten spezialisiert, sodass auch diesbezüglich eine zusätzliche Streuung über mehrere Gesellschaften sinnvoll ist. Hinzu kommt, dass eine Anlage in einen REIT bzw. in eine Immobilien-Aktiengesellschaft aufgrund des Börsenrisikos zumindest kurzfristig mit erheblichen Schwankungen behaftet sein kann, sodass schon aufgrund des Börsenrisikos eine über mehrere Titel diversifizierte Anlage angezeigt sein wird.<sup>32</sup>

#### 4.5 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR ANLAGESPEZIALISIERUNG

Vom Anleger sind zunächst Entscheidungen bzgl. der langfristigen Zusammensetzung seines Anlagevermögens aus den wesentlichen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien etc.) zu treffen. Innerhalb dieser Anlageklassen kann sich der Anleger dann entweder für ein Investmentprodukt entscheiden, das ihm wesentliche Anlageentscheidungen abnimmt oder selbst aus der Menge der zur Verfügung stehenden Finanzanlagen eine Auswahl treffen. Für die Anlageklasse Aktien entspricht dies entweder dem Erwerb von aktiv oder passiv gemanagten Fondsanteilen oder der Direktanlage in einzelne Aktientitel.

---

<sup>32</sup> Vgl. Schätz/Sebastian 2009.

Offene Immobilienfonds haben in der Regel eine sehr weit gefasste Anlagestrategie (Regional: Deutschland, Europa, Global oder in einigen Fällen auch nach Nutzungsarten: bspw. Wohnen, Gewerbe oder Handel). Innerhalb dieser Anlageschwerpunkte werden vom Management permanent Entscheidungen über weitere Zukäufe oder Abverkäufe getroffen. Hier steht eine möglichst breite Diversifikation über mehrere Regionen und/oder Nutzungsarten und häufig eine konservative, am Werterhalt orientierte Anlage im Vordergrund. REITs und börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften sind hingegen meist stärker spezialisiert, was dem Anleger ermöglicht, innerhalb der Anlageklasse Immobilien einen individuellen Schwerpunkt zu setzen. Bei geschlossenen Immobilienfonds sind die Möglichkeiten des Anlegers, die Immobilienanlage entsprechend seiner konkreten Präferenzen zu gestalten, am stärksten, da die Anlageobjekte in der Regel feststehen und während der Laufzeit des Fonds auch nicht geändert werden können. Mit geschlossenen Fonds können somit auch konkrete aktive Strategien wie z.B. Best-Buy, Cycle Play, Market Timing etc. umgesetzt werden. Die Option, auch ggf. ein aktives Management ihrer Anlage zu betreiben, ist insbesondere für institutionelle Anleger interessant. Private Anleger können hingegen mit aktivem Management in der Regel keine Verbesserung ihrer Risiko-Rendite-Position erreichen.<sup>33</sup> Der geschlossene Fonds ermöglicht damit dem Anleger eine der Direktanlage am ehesten vergleichbare Entscheidungsstruktur für ein professionell gemanagtes konkretes Anlageobjekt.

#### 4.6 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR LIQUIDITÄTSTRANSFORMATION

Immobilien sind aufgrund langer Transaktionszeiten und hoher Transaktionskosten illiquide. Indirekte Immobilienanlagen sind daher entweder selbst illiquide oder betreiben Fristen- bzw. Liquiditätstransformation.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Vgl. Weber 2007, S. 16-19 sowie Weber 2009, S. 5-7 und 21 mit kritischen Anmerkungen auch für die Sinnhaftigkeit von aktivem Management für institutionelle Anleger.

<sup>34</sup> Vgl. im Folgenden Sebastian 2003.

Geschlossene Fonds verzichten auf eine Liquiditätstransformation, die Anlage ist grundsätzlich erst nach Auflösung des Fonds wieder verfügbar. Einige Fonds haben konkrete Laufzeitvorgaben, andere bestehen grundsätzlich ohne zeitliches Ende.<sup>35</sup> Während der Laufzeit ist ein Verkauf der Anteile nur über den Zweitmarkt möglich, wobei z.T. erhebliche Abschläge auf den Ausgabewert anfallen. Es ist allerdings wahrscheinlich, dass vor allem diejenigen Fonds am Zweitmarkt gehandelt werden, die sich unterdurchschnittlich entwickelt haben, so dass der Abschlag auch geringer ausfallen kann. Durch den Verzicht auf Fristentransformation bestehen bei Geschlossenen Fonds keine Liquiditätsrisiken und der Fonds kann nahezu vollständig in Immobilien investiert sein.

Offene Immobilienfonds bieten nach aktueller Rechtslage dem Anleger die Möglichkeit einer grundsätzlich<sup>36</sup> täglichen Rückgabe seiner Anteile zum anteiligen Verkehrswert der Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten. Der Verkehrswert der Immobilien wird dabei durch externe Gutachter geschätzt. Durch diese hohe Fristentransformation entstehen zwangsläufig Liquiditätsrisiken, die in der Vergangenheit wiederholt dazu geführt haben, dass Fonds die Rücknahmen aussetzen mussten. Der Vorteil der Liquiditätsrisiken ist zudem mit dem Nachteil verbunden, dass in substantiellem Umfang Liquidität vorgehalten werden muss.

REITs und börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften betreiben ebenfalls selbst keine Fristen- bzw. Liquiditätstransformation. Anleger können Aktien an geregelten Wertpapiermärkten zum aktuellen Börsenkurs kaufen bzw. verkaufen. Der anteilige Wert der Immobilien ist dabei eine wesentliche Bezugsgröße zur Kursbildung, jedoch richtet sich der Kurs dabei grundsätzlich nach Angebot und Nachfrage. Die Kurse auch von Immobilientiteln unterliegen daher den allgemeinen Schwankungen des Aktienmarktes. Der Vorteil einer potenziell hohen Liquidität ist daher mit dem Nachteil eines Börsenrisikos verbunden. Zudem wird eine Vielzahl der Aktien nur in

---

<sup>35</sup> Nach Angaben des VGF beträgt die durchschnittliche Laufzeit 13,8 Jahre für Immobilienfonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland und 8,1 Jahre bei Anlageschwerpunkt Ausland, vgl. VGF 2012b.

<sup>36</sup> Maximal 30 000 Euro pro Halbjahr, ansonsten gelten Mindesthalte- und Kündigungsfristen.

geringem Maße gehandelt, sodass für diese trotz der Notierung an einem geregelten Wertpapiermarkt tatsächlich eine nur sehr eingeschränkte Liquidität gegeben ist.

Alle oben aufgeführten Investitionsvehikel sind hinsichtlich der Liquidität und der damit verbundenen Vor- bzw. Nachteile unterschiedlich. Keine der Anlageformen weist dabei grundsätzlich überlegene Merkmale auf. Es bleibt somit dem Anleger überlassen, Illiquidität gegenüber Liquiditäts- bzw. Börsenrisiko abzuwägen.

## 5 SCHLUSSBETRACHTUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE REGULIERUNG

---

### 5.1 GRUNDSÄTZLICHE ÜBERLEGUNGEN

Immobilienmärkte und Immobilien-Anlagemärkte haben aufgrund ihrer Größe und ihrer starken Verflechtung mit anderen Wirtschaftssektoren eine dominante Rolle in der Volkswirtschaft. Zugleich sind sie aber schwankungsanfällig. Substanzielle Eingriffe in die Regulierung müssen daher mit besonderer Sorgfalt und unter vorsichtiger Abwägung der Chancen und Risiken vorgenommen werden. Die Analyse der Märkte zeigt, dass die verschiedenen Anlageformen unterschiedlich am Markt agieren und diese somit stabilisieren. Bei jeder Regulierung ist somit darauf zu achten, dass die Produktcharakteristika, die zu zeitlich versetzten und im Umfang unterschiedlichen Eigenkapitalaufnahmen und so zu einem unterschiedlichem Anlageverhalten auf den Immobilienmärkten führen, erhalten bleiben, um keine prozyklischen Systemrisiken zu begründen. Grundsätzlich sollten alle Regulierungsbestandteile die individuellen Charakteristika der einzelnen Produkte berücksichtigen.

### 5.2 BERATUNG/VERTRIEB

Eine wesentliche Maxime bei der Produktregulierung ist neben dem Anlegerschutz immer auch, dass gewährleistet sein muss, dass die gesetzlich zulässigen Produkte auch vertriebsfähig sind. Insbesondere der provisionsabhängige Vertrieb ist darauf angewiesen, dass ein Produkt ausreichende Verdienstmöglichkeiten bietet. Im Rahmen der Vertriebsregulierung muss die ordnungsgemäße Funktionsweise des Vertriebs selbst sichergestellt sein, wobei Produkt- und Vertriebsregulierung eng zusammenhängen. So erfordert eine unzureichende Regulierung des Vertriebs, die Fehlanreize setzt, konsequenterweise eine besonders starke Regulierung der

Produkte. Aus unserer Sicht ist eine anreizökonomisch sinnvolle Regulierung des Vertriebs deutlich effizienter als eine Überregulierung der Produkte.

Aufgrund des natürlichen Interesses nach Umsatzmaximierung werden bei der provisionsabhängigen Beratung regelmäßig konkrete Beratungspflichten auferlegt, bei deren Nichterfüllung der Berater vom Anleger schadensersatzpflichtig gemacht werden kann. Die Effektivität dieser Beratungspflichten ist fortlaufend zu überprüfen. In der Honorarberatung ist insbesondere darauf zu achten, dass der Honorarberater tatsächlich den Anleger unabhängig berät und dass Honorarberater im Wettbewerb nicht benachteiligt werden, beispielsweise durch unzureichenden Marktzugang zu Produkten. Weiterhin sind für beide Beratungsformen Anforderungen an die Qualifizierung sinnvoll.

Die Ausführungen in den vorangegangenen Kapiteln zeigen deutlich die Herausforderungen an den Vertrieb auf. Verantwortungsvolle Beratung – insbesondere im Kontext der privaten Altersvorsorge – ist nur möglich, wenn eine Gesamtaufnahme des Vermögens erfolgt und hieraus entsprechende Anlageempfehlungen abgeleitet werden. Dies gilt im besonderen Maße für die Aufteilung in verschiedene Anlageklassen (*Asset Allocation*). Mehr als 90% der Anlage-Performance wird durch die langfristige Asset Allocation bestimmt.<sup>37</sup> Die vielfach geäußerte Meinung, dass hiermit der Vertrieb überfordert sei, kann nicht überzeugen. Wenn bereits der Vertrieb hiermit überfordert sei, gilt dies umso mehr für den durchschnittlichen privaten Anleger. Dies würde in letzter Konsequenz bedingen, dass nur noch Produkte zum Vertrieb an Privatpersonen zugelassen werden können, bei denen keine Vermögensanalyse erforderlich ist. Dies ist aber weder im Interesse der Anleger noch der Anbieter.

Aufgrund der hohen Anlagevolumina und der fehlenden Streuung auf Gesellschaftsebene ist eine Asset Allocation insbesondere bei einer Anlage in Geschlossene Fonds wichtig. Entsprechend hat sich der VGF Verband

---

<sup>37</sup> Vgl. Ibbotson/Kaplan 2000.

Geschlossene Fonds bei privaten Anlegern zur Vermeidung von Klumpenrisiken für eine Begrenzung auf 15% im Anlagevermögen ausgesprochen; die Verbraucherzentrale Bundesverband (VZBV) für 0% bzw. 5%.<sup>38</sup> Sofern diese zentrale Voraussetzung einer verantwortungsvollen Beratung im Vertrieb gegeben ist, besteht auch keine Notwendigkeit, undiversifizierte Produkte nur ab einer Mindestinvestitionssumme von 20 000 oder gar 50 000 Euro zuzulassen. Diese Begrenzung ist hingegen für die Diversifikation auf Ebene des Anteilseigners hinderlich; wenn überhaupt, wären Anteilsscheine von 1 000 Euro deutlich sinnvoller, um kleineren Anlegern eine Diversifikation zu erleichtern. Aber absolute Anlagegrenzen sind naturgemäß ungeeignet, um Klumpenrisiken beim Anleger zu verhindern und sollten daher zugunsten einer Regelung zur Begrenzung des relativen Anteils im Anlageportfolio entfallen.

Der aktuelle Regierungsentwurf zum AIFM-UmsG vom 12.02.2013 sieht hingegen vor, dass Geschlossene Fonds mit mindestens drei Sachwerten das Kriterium einer Risikomischung erfüllen, sofern die Anteile jedes einzelnen Sachwertes am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleich verteilt sind oder bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist (§ 262 KAGB-RE). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht wird auch mit drei Sachwerten regelmäßig nur eine unvollständige Risikodiversifikation erreicht werden. Zudem ist es ein wesentliches Merkmal des Geschlossenen Fonds, dass dieser dem Anleger ermöglicht, eigenständig zu bestimmen, in welches Anlageobjekt investiert wird. Insofern erscheint die vorgesehene Unterscheidung zwischen Ein- und Mehrobjekt-Fonds wenig zweckmäßig. Stattdessen sollte sich aus Sicht des Anlegerschutzes eine Regulierung sinnvollerweise nur an einem diversifizierten Zielportfolio des Anlegers orientieren, wie bereits oben ausgeführt. Sofern dies durch entsprechende Vertriebsvorschriften bereits sichergestellt ist, sind auf Ebene der Produktregulierung Vorgaben zur Risikostreuung entbehrlich.

---

<sup>38</sup> VGF 2012a S. 16; VZBV 2012 sowie telefonische Auskunft.

Im Vertrieb ist eine Beratung zur Vermeidung von Klumpenrisiken auch bei einer Anlage in Offene Immobilienfonds, REITs oder REIT-Fonds von großer Bedeutung. Zwar sind diese Produkte in der Regel voll diversifiziert, so dass auf der Ebene des Anlegers eine zusätzliche Streuung über mehrere Gesellschaften nicht den gleichen Stellenwert hat wie bei Geschlossenen Immobilienfonds. Aber auch hier sollte der Anteil von indirekten Immobilienanlagen im Portfolio sinnvoll begrenzt werden. Bei einer Anlage in Offenen Immobilienfonds ist beispielsweise zu beachten, dass Anlegern auch dann Mittel für alltägliche Konsumausgaben (z.B. für Miete oder Ernährung) zur Verfügung stehen, wenn ein Offener Immobilienfonds die Rücknahme von Anteilen aussetzt. Der Anleger ist insofern über das potenzielle Liquiditätsrisiko der Anlage aufzuklären.

### 5.3 BEGRENZUNG DER FRISTENTTRANSFORMATION

Der aktuelle Entwurf zum KAGB sieht vor, die Fristentransformation bei Offenen Immobilienfonds gegenüber der zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Rechtslage erneut einzuschränken. Demnach soll eine Rücknahme nur zu einem Termin im Jahr mit einer Frist von mindestens zwölf Monaten möglich sein. Auch soll eine Ausgabe von Anteilen nur an vier Terminen im Jahr möglich sein. Die hohe Fristentransformation von Offenen Immobilienfonds stellt das zentrale Charakteristikum dieser Anlageform dar. Eine substantielle Änderung hinsichtlich der Fristentransformation ist daher kritisch zu sehen. Auch ist eine Einschränkung der Ausgabemöglichkeiten u.E. nicht geeignet, das Liquiditätsrisiko zu begrenzen. Zudem würde eine Anlage in Offenen Immobilienfonds auch bei den vorgeschlagenen Änderungen nach dem KAGB-RE weiterhin ein substantielles Liquiditätsrisiko beinhalten. Regulierungsmaßnahmen sollten daher sicherstellen, dass der Anleger aufgrund der Struktur seines Anlageportfolios keinen übermäßigen Liquiditätsrisiken ausgesetzt ist. Dies kann aber u.E. sinnvoller durch eine Regulierung des Vertriebs als durch eine erneute Einschränkung der Fristentransformation auf Produktebene erreicht werden.

## 5.4 BEWERTUNG

Zur Beurteilung der Anlage im Zeitpunkt des Erwerbs sind sowohl für den Berater als auch für den Anleger gesicherte Informationen über den Wert des Investments erforderlich. Im Verlauf der Investition dient eine regelmäßige externe Feststellung der Wertentwicklung der Kontrolle des Managements. Bei REITs, börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften und Geschlossenen Immobilienfonds sind gesicherte unabhängige Bewertungen die zentrale Information für eine effiziente Preisbildung an der Börse bzw. am Zweitmarkt, da Unsicherheiten über den tatsächlichen Wert der Immobilien bei der Preisbildung zu einem zusätzlichen Risikoabschlag führen.

In einem Portfolio können sich gegenläufige Bewertungsfehler ausgleichen, bei Einzelobjekten nicht. Daher ist die Bewertung eines Portfolios grundsätzlich immer genauer als die Bewertung eines Einzelobjekts. Entsprechend sind bei Geschlossenen Fonds aufgrund der niedrigen Anzahl der Objekte im Fondsvermögen präzise Bewertungen im besonderen Maße erforderlich, zumal diese in der Regel einen relativ hohen Verschuldungsgrad aufweisen, wodurch Bewertungsfehler verstärkt werden. Bei Offenen Immobilienfonds sind die Bewertungen zudem Grundlage der Ermittlung des Ausgabe- und Rücknahmepreises und haben somit unmittelbare Auswirkungen auf die Höhe der Zahlbeträge der ein- und aussteigenden Anleger. Zudem können Unsicherheiten über die Wertansätze zu einer Verstärkung von Run-Gefahren führen. Somit haben auch bei Offenen Immobilienfonds die Bewertungen zentrale Bedeutung.

Da für alle indirekten Immobilienanlagen aus z.T. abweichenden Gründen die Bewertung sehr hohe Bedeutung hat, sind aufgrund des Anlegerschutzes höchste Anforderungen an die Qualität und Unabhängigkeit der Bewertung zu stellen. Aus den spezifischen Eigenschaften der einzelnen indirekten Immobilienanlagen ergibt sich kein Anhaltspunkt, warum für einzelne Anlageformen geringere Anforderungen gestellt werden könnten.

Die Ermittlung von Immobilienwerten ist der Natur der Sache nach stets mit Bewertungsunsicherheiten verbunden. Aufgrund des hohen Ermessensspielraums bei der Bewertung von illiquiden Anlagegütern, für die kein direkter Marktpreis feststellbar ist, führt aus wissenschaftlicher Sicht ein unabhängiger **externer Sachverständigenausschuss** bzw. „externer Bewertungsausschuss“ zu den bestmöglichen Ergebnissen.<sup>39</sup> Der Gesetzgeber hat in den Jahren 2002-2011 die Anforderungen insbesondere an die Unabhängigkeit der Gutachter Offener Immobilienfonds permanent weiter entwickelt. Die für Offene Immobilienfonds entwickelten Standards stellen damit eine regulatorische Best Practice im Bereich der indirekten Immobilien-Publikumsanlagen dar. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, dass der spätestens seit dem Investmentänderungsgesetz (2008) gewährleistete Zugang zu einem Sachverständigenausschuss bzw. „externem Bewertungsausschuss“ für fachlich geeignete Bewerber aus allen relevanten Berufsgruppen und Rechtsformen bedeutsam ist, wenn und soweit Interessenkonflikte wirksam ausgeschlossen sind.

Von dieser Best-Practice könnte allenfalls dahingehend abgewichen werden, dass statt eines Sachverständigenausschusses ein **externer Einzelgutachter** bestellt wird. Der einzige Vorteil liegt in geringfügig niedrigen Kosten von etwa 0,0055% des Anlagevermögens.<sup>40</sup> Aus Sicht des Anlegers stellt dies eine vernachlässigbare Ersparnis dar, welche die mit Einzelbewertungsentscheiden grundsätzlich einhergehende größere Bewertungsunsicherheit und die erhöhte Gefahr der Beeinflussung eines Einzelgutachters nicht rechtfertigt.

Eine weitere Möglichkeit, von der Best-Practice des unabhängigen Sachverständigenausschusses abzuweichen, bestünde darin, auch **interne Bewertungen** zuzulassen. Ein wesentlicher Nachteil einer internen Bewertung ist der potenzielle Interessenkonflikt mit der Kontrollfunktion des Managements, sodass aus Anlegersicht ausschließlich Kostenüberlegungen für eine interne Bewertung

---

<sup>39</sup> Vgl. Roeder/Sebastian 2013.

<sup>40</sup> Vgl. Roeder/Sebastian 2013, S. 12.

sprechen könnten. Stellt man an einen internen Gutachter hinsichtlich Ausbildung und Kenntnis die gleichen Anforderungen wie an einen externen Gutachter, so dürfte aus Kostengründen ein eigener Gutachter zumindest für kleinere und mittlere Fondsanbieter nicht in Frage kommen, da dieser nicht ausreichend ausgelastet wäre und mangels Drittgeschäft auch kaum über eine ausreichend breite Marktexpertise verfügen dürfte. Die BaFin dürfte bei geschlossenen Publikums-AIF mit interner Bewertung bereits aus Haftungsgründen künftig nach §216 Abs.6 KAGB-RE regelmäßig von ihrem Recht einer Wertüberprüfung durch den Abschlussprüfer Gebrauch machen, sodass die Kosten und der Aufwand bei internen Bewertungen gegebenenfalls sogar weit höher als bei einer externen Bewertung ohne Wertüberprüfung durch den Abschlussprüfer wären. Für regulierte Produkte ist daher aus unserer Sicht eine interne Bewertung grundsätzlich ungeeignet.

Neben der Qualität der Bewertung ist auch die öffentliche Verfügbarkeit der Information von wesentlicher Bedeutung. Anleger, Berater, Anlegervertreter, Analysten, Journalisten und nicht zuletzt die Wissenschaft müssen die Möglichkeit haben, die wesentlichen gutachterlichen Ergebnisse und ihre Begründungen auf Nachvollziehbarkeit überprüfen zu können. Zudem bewirkt eine Veröffentlichung der wesentlichen gutachterlichen Ergebnisse eine wirksame öffentliche Kontrolle und wirkt somit zusätzlich qualitätssteigernd.

## 5.5 VERSCHULDUNG

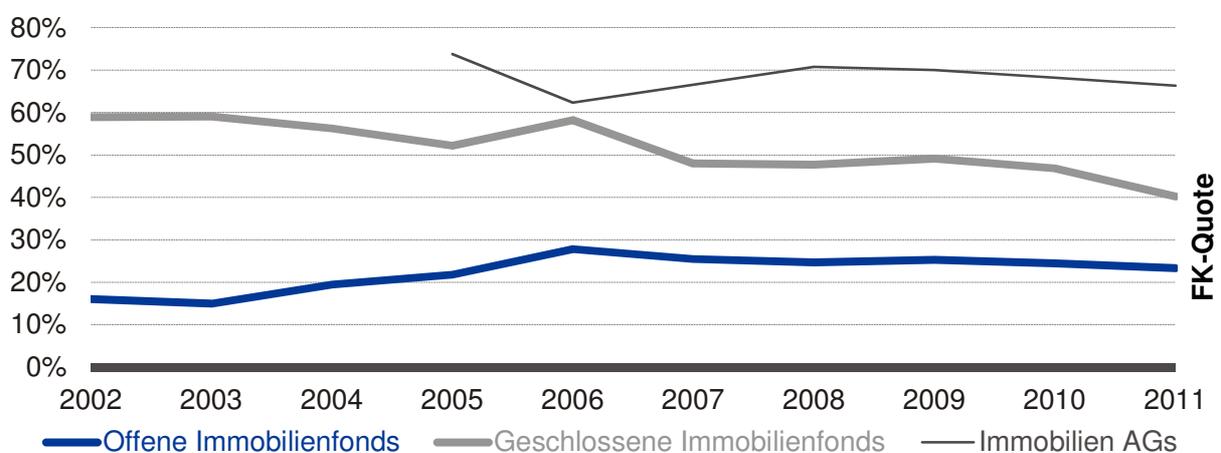
Das Einsammeln von neuem Eigenkapital stellt nur eine Seite der notwendigen Finanzierung neuer Immobilieninvestitionen dar. Die Analyse des Fremdkapitaleinsatzes offenbart große Unterschiede zwischen den verschiedenen Formen von indirekten Immobilienanlagen in Deutschland. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Fremdfinanzierungsquoten der Vehikel im Zeitablauf.<sup>41</sup> Immobilien-Aktiengesellschaften setzten mit einem Verschuldungsgrad

---

<sup>41</sup> Die Fremdkapitalquoten der Offenen Immobilienfonds enthalten ab 2009 auch eine Sammelgröße „Sonstiges“, was zu einem geringfügig zu hohen Ausweis des Verschuldungsgrads führt. Bei Geschlossenen Immobilienfonds bezieht sich die Quote auf den FK-Anteil von neu aufgelegten Fonds des jeweiligen Jahres. Bei Immobilien-AGs handelt es sich um den durchschnittlichen FK-Anteil nach

von ca. 70% mit Abstand am stärksten auf den Einsatz von Fremdkapital. Relativ hoch ist auch der Verschuldungsgrad bei Geschlossenen Immobilienfonds, wenngleich dieser in den letzten Jahren von durchschnittlich 60 auf 40% zurückgegangen ist.<sup>42</sup> Im Gegensatz dazu ist der Verschuldungsgrad Offener Immobilienfonds gering und liegt mit durchschnittlich 20% deutlich unterhalb der regulatorischen Höchstgrenze von 30%.

**Abbildung 10:** Fremdkapitaleinsatz indirekter Immobilienanlagen



Quelle: BVI, Morningstar, VGF

Ein hoher Verschuldungsgrad führt grundsätzlich dazu, dass Auswirkungen von Wertveränderungen auf die Eigenkapitalrendite verstärkt werden. So führt bei einem Verschuldungsgrad von 50% ein Wertverlust von 10% zu einer Senkung der Eigenkapitalrendite um 20%. Für Wertsteigerungen gilt dies analog: Die Eigenkapitalrendite steigt analog mit zunehmender Fremdkapitalquote, solange der Fremdkapitalzins niedriger ist als die Gesamtkapitalrendite. Ein niedriger Verschuldungsgrad geht somit mit einem niedrigeren Risiko-Rendite-Profil einher,

Jahresabschlussdaten. Erst seit dem Jahr 2005 war hier eine hinreichend große Beobachtungsanzahl gegeben.

<sup>42</sup> In den vergangenen 40 Jahren lag die durchschnittliche Fremdfinanzierungsquote geschlossener Deutschland-Immobilienfonds bei 54%, vgl. VGF 2012b, S. 12.

was sich unter anderem in einem geringeren Überschuldungsrisiko der Investmentgesellschaft aus Ausgleich für niedrigere Eigenkapitalrenditen ausdrückt.

AIF-KVG sind grundsätzlich als Eigenkapital- und nicht als Fremdkapitalsammelstellen konzipiert. Der Anleger möchte Geld anlegen und ist sich in der Regel nicht bewusst, dass er sich bei einem Produkt mit Fremdkapitaleinsatz wirtschaftlich zusätzlich in die Situation eines Darlehensnehmers begibt. Da insbesondere private Anleger diesen Zusammenhang in der Regel nicht adäquat bewerten können, ist bei regulierten Produkten aus Gründen des Anlegerschutzes grundsätzlich eine kritische Grenze zu definieren. Zudem ermöglichen die niedrigeren Eigenkapitalrenditen dem Anleger eine realistischere Beurteilung des Risiko-Renditeprofils der Anlage als eine durch Leverage ggf. stark veränderte Planrendite. Derartig geringere Eigenkapital-Ausschüttungsrenditen üben zudem positiven Druck auf die Höhe der sogenannten „weichen“ Vertriebskosten aus.

Weiterhin ist es bedeutsam, festzulegen, an welcher Bezugsgröße sich der Leverage orientiert. Bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise kann dies nur der aktuelle, im letzten Begutachtungsverfahren festgestellte Verkehrswert sein. Anschaffungsnebenkosten oder sonstige Positionen dürfen hierbei nicht hinzugerechnet werden.

Grundsätzlich muss sich der maximal zulässige Verschuldungsgrad an den spezifischen Charakteristika der Produkte orientieren. Offene Immobilienfonds sind gesetzlich zu Risikomischung und –streuung verpflichtet. Da somit Wertverluste bei einem Objekt durch Wertsteigerungen bei anderen Objekten ausgeglichen werden können, rechtfertigt dies zunächst grundsätzlich einen höheren Verschuldungsgrad als bei Produkten ohne Risikodiversifikation. Die Rückgabepflicht bei Offenen Immobilienfonds bedingt aber die Notwendigkeit, eine hohe Liquiditätsquote vorzuhalten. Grundsätzlich sollte ein Offener Immobilienfonds daher im normalen Betrieb einen positiven Saldo von Liquidität und Schulden ausweisen. Die Möglichkeit einer Verschuldung dient dann nur als Liquiditätspuffer. Der aktuell geltende maximale Verschuldungsgrad von 30% trägt diesem Aspekt Rechnung. Zudem ist der Offene Immobilienfonds als risikoarmes Investment für breite

Bevölkerungsschichten konzipiert. Ein hoher Verschuldungsgrad ist diesem Produkt daher wesensfremd.

REITs haben regelmäßig aufgrund der höheren Anzahl von Objekten ein diversifiziertes Portfolio, wenngleich diese oftmals in eine Nutzungsart und/oder Region spezialisiert sind.<sup>43</sup> Zudem stellt sich bei REITs nicht die Problematik von Mittelabflüssen. Demzufolge ist ein höherer Verschuldungsgrad als bei Offenen Immobilienfonds möglich, der sich dann risiko- aber ggf. auch renditesteigernd auswirkt. Der aktuell geltende maximale Verschuldungsgrad<sup>44</sup> von weniger als 55% nach § 15 REITG, aber auch die Verträge mit den Banken (Credit Conventions) führten beispielsweise in 2008/2009 dazu, dass einige REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften gezwungen waren, Objekte zur Reduktion des Verschuldungsgrads in einem ungünstigen Marktumfeld zu verkaufen, da eine Eigenkapitalaufnahme auf dem Kapitalmarkt zu diesem Zeitpunkt für diese Vehikel nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich war. Im Ergebnis hat dies zum Verlust von Anlegergeldern geführt. Es kann hieraus zwar keine gesicherte Erkenntnis abgeleitet werden, dass der Verschuldungsgrad gesenkt werden muss. Es ist jedoch ein Indiz, dass die aktuelle steuerrechtliche Regulierung in Krisenzeiten zu Zwangsverkäufen führen kann, wenn der maximale Verschuldungsgrad bereits im normalen Betrieb weitgehend ausgeschöpft wird. Die planmäßige Verschuldung sollte daher deutlich unter 55% liegen.<sup>45</sup> Immobilien-Aktiengesellschaften sind hingegen weder investmentrechtlich noch steuerrechtlich reguliert. Entsprechend besteht hier auch keine Veranlassung, eine maximale Verschuldung festzusetzen. Hier kann die Regulierung dem Markt selbst überlassen werden.

---

<sup>43</sup> Das REITG macht keine Vorgaben zur Risikomischung oder -streuung, vgl. Kühnberger et al. 2008, S. 161.

<sup>44</sup> Konkret muss nach §15 REITG das Verhältnis von Eigenkapital zu unbeweglichem Anlagevermögen mindestens 45% betragen.

<sup>45</sup> Gem. § 18 Abs. 4 REITG endet die Steuerbefreiung mit dem Ablauf des dritten Wirtschaftsjahres, in dem die Eigenkapitalanforderungen nicht erfüllt sind.

Geschlossene Immobilienfonds weisen in der Regel kein diversifiziertes Portfolio auf, sondern sind in ein oder einige wenige Objekte investiert. Wertverluste können daher nicht oder nur in deutlich geringerem Maße durch Wertsteigerungen bei anderen Objekten ausgeglichen werden. Der im Kabinettsentwurf zum AIFM-UmsG vorgesehene maximale Verschuldungsgrad von 60% ist daher kritisch zu sehen, wenn Geschlossene Fond an einen breiten Anlegerkreis als investmentrechtlich reguliertes und beaufsichtigtes Produkt vertrieben werden sollen.<sup>46</sup> Zudem ist es sinnvoll, zum Zeitpunkt der Emission einen niedrigeren Verschuldungsgrad sicherzustellen, da ansonsten bereits bei kleinen Wertverlusten sofort die Verschuldungsgrenze überschritten würde.<sup>47</sup>

Sofern der Gesetzgeber deswegen für geschlossene Fonds trotz der damit verbundenen Risiken an einem maximalen Verschuldungsgrad von 60% nach § 263 Abs. 1 KAGB-RE festhalten will, ist zum Schutze des Anlegers eine spezifische Risikobelehrung erforderlich. Ein abstrakter Verweis auf den Totalverlust der Anlage ist nicht ausreichend, da dieses Risiko grundsätzlich für jede Form der Anlage gilt. Bei einem hohen Verschuldungsgrad, insbesondere bei gleichzeitig undiversifizierter Anlage, wäre es erforderlich, dass in geeigneter Form die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad illustriert wird. Nachfolgende Tabelle stellt den Zusammenhang entsprechend dar.

**Abbildung 11:** Auswirkungen des Fremdkapitaleinsatz auf die jährliche Eigenkapitalrendite bei fünfjähriger Haltedauer

		Erzieltes Ergebnis						
		-5%	0%	5%	7%	10%	15%	20%
LTV	0%	-5,0%	0,0%	5,0%	7,0%	10,0%	15,0%	20,0%

---

<sup>46</sup> Die relativ hohe Verschuldungsmöglichkeit von Geschlossenen Fonds wurde mit Vertriebsanforderungen begründet, vgl. VGF 2012a, S. 12 ff.

<sup>47</sup> § 263 i.V.m. § 215 KAGB-RE verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die maximalen Verschuldungsgrenze auch im Regelbetrieb einzuhalten. Die Konsequenzen einer Überschreitung ergeben sich nicht direkt aus dem Gesetz. Bei Offenen Immobilienfonds muss hier eine Anzeige an die BaFin erfolgen und ein Plan erstellt werden, wie die Grenze wieder eingehalten werden soll. Bei Geschlossenen Fonds könnte dies analog durch Kapitalerhöhung, Verzicht auf Gewinnausschüttung oder Verkauf von Immobilien erfolgen. Bei Ein-Objekt-Fonds käme letztere Option der Auflösung des Fonds gleich.

<b>25%</b>	-10,8%	-2,8%	4,3%	7,0%	10,9%	17,2%	23,3%
<b>50%</b>	-32,0%	-9,8%	2,8%	7,0%	12,7%	21,3%	29,0%
<b>75%</b>	-202,2%	-173,0%	-2,1%	7,0%	17,4%	30,9%	41,9%

Unter Annahme eines Fremdkapitalzinses von 7%.

Quelle: Cushman & Wakefield

Obige Ausführungen gelten unter der Annahme, dass Geschlossene Fonds keine Fristentransformation betreiben. Sofern nach den Geschäftsbedingungen eine Rücknahme der Anteile möglich ist, wäre analog zu den Offenen Immobilienfonds eine deutlich niedrigere maximale Verschuldungsgrenze erforderlich.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Nach der AIFM-Richtlinie ist ein Fonds dann als geschlossen zu qualifizieren, wenn eine Rücknahme der Anteile nicht häufiger als einmal im Jahr plus einen Tag vorgesehen ist.

# 6 LITERATURVERZEICHNIS

---

- Agnello, L., Schuknecht, L. (2009) Boom and Busts in Housing Markets, Determinants and Implications, ECB Working Paper No 1071, July 2009.
- Almond, N., Vrensen, H. (2012) Insight Net Debt Funding Gap, DTZ Research Report, 14 November 2012.
- Barabas et al. (2011). Multiplikator- und Beschäftigungseffekte von Bauinvestitionen. Gutachten für das Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Stadtentwicklung, BMVBS-Online-Publikation Nr. 20/2011. URL: [http://www.bbsr.bund.de/cln\\_032/nn\\_629248/BBSR/DE/Veroeffentlichungen/BMVBS/Online/2011/DL\\_ON202011,templateId=raw.property=publicationFile.pdf/DL\\_ON202011.pdf](http://www.bbsr.bund.de/cln_032/nn_629248/BBSR/DE/Veroeffentlichungen/BMVBS/Online/2011/DL_ON202011,templateId=raw.property=publicationFile.pdf/DL_ON202011.pdf)
- Brown, G. R., Matysiak, G. A. (2000) Real Estate Investment, Harlow, Financial Times Prentice Hall.
- BulwienGesa (2011) Marktdaten, URL: [http://www.bulwiengesa.de/uploads/media/RIWIS\\_GPI\\_dt\\_4s\\_110807.pdf](http://www.bulwiengesa.de/uploads/media/RIWIS_GPI_dt_4s_110807.pdf).
- Byrne, P.; Lee, S. (2000) Risk reduction in the United Kingdom property market, Journal of Property Research, 17:1, 23-46.
- Byrne, P., Lee, S. (2003) An Exploration of the Relationship between Size, Diversification and Risk in UK Real Estate portfolio: 1989-1999, Journal of Property Research, 20(2), 191-206.
- Cecchetti, C. (2006) Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms, NBER Working Paper No 12542, September 2006.
- Destatis (2008). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Input-Output-Rechnung, Fachserie 18, Reihe 2, Wiesbaden.
- Destatis (2012a) Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Vermoegensrechnung/Tabellen/Bruttoanlagevermoegen.html>.
- Destatis (2012b). Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Inlandsprodukt/Tabellen/BWSBereichen.html>.
- Destatis (2012c): Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1991 – 2011, [https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/VolkswirtschaftlicheGesamtrechnungen/Vermoegensrechnung/VermoegensbilanzenPDF\\_5816103.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/VolkswirtschaftlicheGesamtrechnungen/Vermoegensrechnung/VermoegensbilanzenPDF_5816103.pdf?__blob=publicationFile)
- Eichholtz, P. (1996). Is international diversification more effective for real estate than it is for stocks and bonds? Financial Analysts Journal 52 , 56-62.
- Frick, J., Grabka, M., Hauser, R. (2010) Die Verteilung der Vermögen in Deutschland - Empirische Analysen für Personen und Haushalte. Reihe: Forschung aus der Hans-Böckler-Stiftung, Bd. 118, Berlin: edition sigma 2010.
- Ibbotson, R., Kaplan, P. (2009) Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance, Financial Analysts Journal 56, 26-33.

- IMF International Monetary Fund (2011) Housing Finance and Financial Stability – back to basics? Chapter 3 in Global Financial Stability Report, April 2011, Washington DC.
- Just, T. und Ebner, S. (2006). US house price declining: Is Europe next? In: Deutsche Bank Research Current Issues October 11, 2006, Frankfurt a.M.
- Just, T. et al. (2013): Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Im Auftrag von Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. [Hrsg.], Berlin (erscheint 06/2013).
- Kleine, J., Krautbauer, M., Seebach, M., Weller, T. (2012): Immobilieninvestments bei institutionellen Investoren - Analysebericht – (2012), [http://www.steinbeis-research.de/pdf/Studie\\_Immobilieninvestments%20bei%20institutionellen%20Investoren%202012.pdf](http://www.steinbeis-research.de/pdf/Studie_Immobilieninvestments%20bei%20institutionellen%20Investoren%202012.pdf)
- Kühnberger, M., Brenig, M., Maaßen, H. (2008) REITs-Rechnungslegung - Bilanzierung, Bewertung, Prüfung, Berlin: E. Schmidt.
- Lee, S. (2005) The Marginal Benefit of Diversification in Commercial Real Estate Portfolios, University of Reading, unveröffentlichtes Working Paper
- Lee, S. (2006): Property Funds: How Much Diversification is Enough?, Working Paper in Real Estate & Planning 06/06.
- Lee, S., Stevenson, S. (2006) Real Estate in the Mixed-Asset Portfolio: The Question of Consistency, Journal of Property Investment & Finance, 2006, 24:2, S. 123-135.
- Maurer, R., Sebastian, S. (1999): Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften als finanzwirtschaftliche Substitute für Immobiliendirektanlagen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 3/99 (Finanzmanagement), Jg. 69, S. 169-194.
- Pylypchuk, I. u. Hubbard, R. (2010): European Commercial Real Estate Debt, Real Estate Finance View Point, CBRE
- Roider, A., Sebastian, S. (2013): Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen: Kollektiventscheid versus Einzelentscheid, Gutachten im Auftrag des Bundesverbands der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS).
- Schätz, A.; Sebastian, S. (2009) Immobilienaktien - Immobilien oder Aktien?, Immobilien & Finanzierung, 2009(60), S. 842-843.
- Sebastian, S. (2003) Liquiditätstransformation bei Immobilien: offene versus geschlossene Fonds, Working Paper, Frankfurt, <http://epub.uni-regensburg.de/9761/>
- Sebastian, S., Steiniger, B., Wagner-Hauber, M. (2012) Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen, IRE|BS Beiträge zur Immobilienwirtschaft, Heft 2, Regensburg.
- Sebastian, S., Strohsal, T. (2011) German Open-Ended Real Estate Funds, in: Just, T./Maennig, W. (Hrsg.): Understanding German Real Estate Markets, Springer, Heidelberg 2011.
- Sierminska, E. und Takhtamonova, Y. (2007) Wealth effects out of financial and housing wealth: Cross country and age group comparison. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper series 2007-01, San Francisco.

- VGF Verband Geschlossene Fonds (2012a) Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-UmsG), Berlin, 17. August 2012.
- VGF Verband Geschlossene Fonds (2012b) VGF-Vorstudie „Leistungsbilanzanalyse“, [http://www.vgf-online.de/fileadmin/Studien/VGF\\_Vorstudie\\_Leistungsbilanzen/VGF\\_Vorstudie\\_Leistungsbilanzen.pdf](http://www.vgf-online.de/fileadmin/Studien/VGF_Vorstudie_Leistungsbilanzen/VGF_Vorstudie_Leistungsbilanzen.pdf)
- Voigtländer, M. et al. (2009) Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Im Auftrag von Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. [Hrsg.], Berlin.
- VZBV Verbraucherzentrale Bundesverbandes (2012): Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbandes zum Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, Berlin, 17. August 2012.
- Weber, M. (2007) Genial einfach investieren, Frankfurt/M.: Campus Verlag.
- Weber, M. (2009) Kodex zur Anlageberatung - Gute Sitten und optimale Entscheidungen, Working Paper Universität Mannheim, Reihe „Forschung für die Praxis“, Band 19, [http://www.behavioral-finance.de/files/bf-band\\_19.pdf](http://www.behavioral-finance.de/files/bf-band_19.pdf).

Herrn Thomas Neumann  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Postfach 50 01 54  
60391 Frankfurt/Main

Berlin, 4.09.2012

## **Entwurf für ein nationales Umsetzungsgesetz der AIFM-Richtlinie - Definition des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs**

Sehr geehrter Herr Neumann,

am 20. Juli 2012 hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) den Diskussionsentwurf für ein nationales Umsetzungsgesetz der AIFM-Richtlinie (AIFM-UmsG) vorgelegt. Kernstück des Entwurfs ist das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB-E).

Von entscheidender Bedeutung sowohl für die Wirtschaft als auch für die Aufsichtsbehörden ist nicht zuletzt eine sichere Bestimmung des Anwendungsbereichs des Gesetzes. In Übereinstimmung mit den europarechtlichen Vorgaben in Art. 4 Abs.1 AIFM-RL (Richtlinie über Verwalter alternativer Investmentfonds) definiert § 1 Abs.1 KAGB-E Investmentvermögen wie folgt:

*„Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren.“*

Der Diskussionsentwurf enthält mit Ausnahme der Definition der Mehrzahl der Anleger in § 1 Abs. 1 Satz 3 KAGB-E keine Konkretisierung der Tatbestandsvoraussetzungen. In der Begründung zum Gesetzentwurf (S. 338) findet sich lediglich der Hinweis auf die Schaffung eines möglichst breiten Anwendungsbereichs für alle Fonds.

Aus Sicht des Zentralen Immobilien Ausschusses e.V. (ZIA) kann dieser weite Begriff jedoch in vielen Sachverhalten der mittelbaren Kapitalanlage im Immobiliensektor zu großen Abgrenzungsschwierigkeiten führen. Schon bisher wurde auf europäischer Ebene die Reichweite der AIFM-Richtlinie kontrovers diskutiert. So hat die European Securities and Markets Authority (ESMA) am 23.2.2012 ein discussion paper „Key concepts of the Alternative Investment Fund Manager Directive and types of AIFM“ (discussion paper) veröffentlicht.

**Präsident:**  
Dr. Andreas Mattner

**Vorstand:**  
Ulrich Höller  
Dr. Eckart John von Freyend  
Friedrich Wilhelm Patt  
Prof. Dr. Wolfgang Schäfers  
Bärbel Schomberg  
Christian Ulbrich  
Thomas Zinnöcker

**Präsidium:**  
Dr. Georg Allendorf  
Klaus Beine  
Jan Bettink  
Claus-Matthias Böge  
Matthias Böning  
Stefan H. Brendgen  
Michael Bücker  
Claus-Jürgen Cohausz  
Barbara Deisenrieder  
Prof. Thomas Dilger  
Wolfgang Egger  
Birger Ehrenberg  
Andreas Engelhardt  
Dr. Jürgen Gehb  
Günter Manuel Giehr  
Bernhard H. Hansen  
Werner Knips  
Barbara A. Knoflach  
Dr. Reinhard Kutscher  
Matthias Leube  
Franz Meiers  
Dr. Mathias Müller  
Rainer Nonnengässer  
Oliver Porr  
Klaus Raps  
Dr. Georg Reutter  
Rupprecht Rittweger  
Prof. Dr. Matthias Thomas  
Dirk Tönges  
Peter Tzeschlock  
Dr. Hans Volkert Volckens  
Dr. Marc Weinstock  
Claus Wisser  
Thomas Ziegler

**Geschäftsführer:**  
Axel von Goldbeck (Sprecher)  
Klaus-Peter Hesse

**Zentraler Immobilien  
Ausschuss e.V.**  
German Property Federation  
Wallstraße 16, 10179 Berlin  
T: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 0  
F: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 29  
info@zia-deutschland.de  
www.zia-deutschland.de

**Büro Brüssel:**  
Rue du Commerce 31  
B-1000 Bruxelles  
Telefon: +32 (0) 2 - 792 10 05  
Telefax: +32 (0) 2 - 25 48 90 29

VR 25863 B (Berlin-Charlottenburg)

Der ZIA hat sich frühzeitig in die Diskussion eingebracht und auf die Notwendigkeit einer Konkretisierung hingewiesen. Insbesondere die Frage nach der Einbeziehung von Immobiliengesellschaften – unter Einschluss von REITs – in den Anwendungsbereich der vorgenannten Richtlinie und deren Umsetzung in der Bundesrepublik haben wir frühzeitig als klärungsbedürftig sowohl gegenüber der Europäischen Kommission, der ESMA und nicht zuletzt Ihrem Haus (siehe unser Schreiben vom 5.11.2011) aufgeworfen.

Zunächst ist es aus unserer Sicht unstrittig, dass es *nicht* Ziel der AIFM-Richtlinie ist, immobilienbezogene Aktivitäten schlechthin zu erfassen. Ferner ist im europäischen Gesetzgebungsverfahren deutlich geworden, dass nicht jedwede Investitionstätigkeit von Unternehmen den Regelungsgegenstand bilden soll. Die europäische Kommission verfolgt vielmehr das Ziel, alle fondsspezifischen Akteure und Tätigkeiten, die erheblichen Risiken unterliegen, einer angemessenen Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen. Der Vertrieb unregulierter Fonds-Produkte auf dem Finanzmarkt soll nicht mehr möglich sein.

Unter Beachtung dieses Telos können aus Sicht des ZIA folgende Überlegungen zur Definition eines sachgerechten Anwendungsbereichs herangezogen werden, wobei wir uns bei der Auslegung an den Elementen des Tatbestandes orientieren. Dieses Schreiben ist in Abstimmung mit Dr. Ulrich Keunecke, KPMG Rechtsanwaltskanzlei mbH, gefertigt.

AIF ist jeder **(1) Organismus** für **(2) gemeinsame Anlagen**, der von **(3) einer Anzahl von Anlegern** **(4) Kapital einsammelt**, um es gemäß **(5) einer festgelegten Anlagestrategie** zum **(6) Nutzen dieser Anleger** zu investieren.

#### (1) Organismus

Eine formale Abgrenzung der Reichweite der Richtlinie hinsichtlich der einzubeziehenden Vehikel anhand der Rechtsform scheidet aus.

Die AIFM-Richtlinie stellt in ihrer Begründung (Erwägungsgrund 6) klar, dass der Geltungsbereich der Richtlinie auf Unternehmen begrenzt werden soll, die die Verwaltung von AIFs als regelmäßige Geschäftstätigkeit haben, dass es sich bei den AIF jedoch um offene oder geschlossene Fonds handeln kann und es keine Rolle spielt, welche Rechtsform sie haben und ob sie börsennotiert sind oder nicht.

Diese umfassende Begriffsbestimmung bezieht sich auf das Fondsvehikel selbst. Über die Rechtsform der Anlage selbst wird keine Aussage getroffen. Damit diese Begriffsbestimmung nicht ins Leere geht, sondern als Abgrenzungsmerkmal zu anderen Geldanlagen herangezogen werden kann und damit einen Sinn erhält, ist erforderlich, dass die Anleger eines Fonds an der Vermögensmasse, d.h. dem Organismus durch den Erwerb einer Beteiligung oder bei einem Sondervermögen von Anteilscheinen beteiligt werden. Es genügt dafür nicht, ein von dem Organismus aufgenommenes Darlehen oder eine von dem Organismus begebene Schuldverschreibung zu zeichnen. Gerade letztere als bereits etabliertes Kapitalmarktinstrument ist bereits durch wertpapierrechtliche Transparenzvorschriften eingehend reguliert, so dass auch insoweit die Abgrenzung zweckmäßig ist. Zudem ist bei diesen Instrumenten das Tatbestandsmerkmal „zum Nutzen dieser Anleger“ zu verneinen, wie unten unter Punkt (6) dargelegt wird.

Diese Auslegung findet sich auch in der Definition des Begriffes Vertrieb gemäß Art. 4 Abs. 1 lit. x) AIFM-Richtlinie wieder:

*"Vertrieb" ist das direkte oder indirekte, auf Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag erfolgende Anbieten oder Platzieren von **Anteilen an einem** vom AIFM verwalteten **AIF** an Anleger oder bei Anlegern mit Wohnsitz oder Sitz in der Union.*

Auch die AIFM-Richtlinie spricht ausdrücklich von Anteilen an einem AIF, worunter typischerweise eine gesellschaftsrechtliche oder ähnliche Beteiligung, nicht aber eine rein fremdmittelbezogene Anlage verstanden wird. Hätte dies weiter gefasst sein sollen, hätte etwa formuliert werden können „...von einem AIF ausgegebene Anlagen...“.

Nach dem Vorstehenden wird zunächst eine Abgrenzung zwischen Fondsvehikeln und insbesondere den Emittenten zumindest von fremdmittelorientierten Finanzinstrumenten erreicht.

Desweiteren regelt der vorgestellte Diskussionsentwurf des AIFM-UmsG die Unanwendbarkeit des KAGB-E für den speziellen Fall von Genussrechten direkt.

Im Vermögensanlagegesetz wird § 1 Abs. 2 durch Art. 4 des AIFM-UmsG modifiziert. Auf S. 523 des Gesetzentwurfs wird diese Änderung wie folgt begründet: „Die Änderung stellt sicher, dass das Vermögensanlagegesetz künftig nur noch für solche Vermögensanlagen gilt, die nicht von den neuen Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzbuches erfasst werden. Dies können insbesondere Genussrechte und Namensschuldverschreibungen sein.“

Darüber hinaus lassen sich weitere Fallgruppen bilden, die nicht in den Anwendungsbereich des KAGB-E fallen. Hierzu zählen insbesondere strukturierte Produkte. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass ein Emittent ein Kassainstrument emittiert, in welches ein (einfaches oder komplexes) Derivat eingebettet ist. Als Emittent fungieren regelmäßig Kreditinstitute oder Single Purpose Vehicle – SPV. Soweit Kreditinstitute die Emittenten sind, muss die Anwendung des KAGB-E von vornherein ausscheiden, da diese aufgrund der operativen Tätigkeiten kein Investmentvermögen darstellen können.

Die Unanwendbarkeit des KAGB-E erstreckt sich unseres Erachtens aber auch auf die Konstellationen, in welchen ein SPV beispielsweise Investmentfondsanteile erwirbt, auf diese bezogen strukturierte oder hybride Produkte (Delta-1 Zertifikate oder Genussrechte bzw. -scheine) begibt und die entsprechenden Fondsanteile den Investoren als Sicherheit für den Fall stellt, dass das jeweilige SPV seinen Verpflichtungen nicht nachkommt. Hierbei ergibt sich die Ablehnung der Anwendung des KAGB-E auf Delta-1 Zertifikate und Hybridinstrumente aus dem Umstand, dass es sich hier um Instrumente handelt, die dem Anleger keinen vollen Zugriff auf die Wertentwicklung des Vehikels geben, sondern ihm die Stellung eines Gläubigers zuweisen. Deshalb fehlt es auch

hier an einer Vermögensanlage zugunsten des Anlegers; siehe hierzu auch unten unter Punkt (6).

Auf EU-Ebene wird diese Sichtweise bestätigt, da für strukturierte Produkte die Packaged Retail Investment Products Verordnung (PRIIPs-VO) konsultiert und dementsprechend nicht die Ausdehnung der AIFM-Richtlinie erwogen wird.

Bei Wandelschuldverschreibungen könnte auf den Zeitpunkt der Ausgabe abgestellt werden, da die Wandlung typischerweise eine Form der „Rückzahlung“ ist, ohne dass der Anleger für den geplanten Zeitraum seiner eigentlichen Anlage als Gesellschafter an dem Organismus beteiligt wäre.

Diese tatsächliche Abgrenzung war auch bisher ein erhebliches faktisches Unterscheidungsmerkmal zwischen „Fonds“ und anderen Anlagen und sollte dementsprechend beibehalten werden.

## (2) Gemeinsame Anlage

In Anlehnung an die Auslegung des Investmentgesetzes ist für die Bejahung des Tatbestandsmerkmals ‚gemeinsame Anlage‘ ein eigenständiges Vermögen notwendig, dessen objektiver Geschäftszweck hauptsächlich auf die Anlage und Verwaltung seiner Mittel für Rechnung der Anteilinhaber ausgerichtet ist. Der Anleger muss an den Chancen und Risiken der gemeinschaftlichen Kapitalanlage beteiligt ist.

Erfasst ist damit jede Organisationsform, welche die Bildung einer Vermögensmasse mit der entsprechenden Zuordnung zu mehreren Beteiligten erlaubt. Somit dient dieses Merkmal zum einen der Abgrenzung gegenüber der individuellen Portfolioverwaltung und Treuhandsachverhalten, bei welchen keine gemeinsamen Vermögensmassen gebildet werden, sondern ein Anleger eine individuelle Ermächtigung erteilt, und zum anderen der Abgrenzung gegenüber eigenwirtschaftlichen Sachverhalten.

Das Tatbestandsmerkmal ‚Anlagen‘ impliziert bei einer Auslegung nach dem Wortlaut eher die Vermögensmehrung durch das Ankaufen, passives Halten und Verkaufen als durch die eher aktive Nutzung des Vermögensgegenstandes im operativen Tagesgeschäft. Diese Auffassung wird ausweislich des discussion papers auch von der ESMA geteilt (siehe Rndr. 28):

*“An AIF for the purposes of the Article 4 must be a collective investment undertaking which pools together capital raised from investors. A collective investment undertaking should have the purpose of generating a return for its investors through the sale of its investments as opposed to an entity acting for its own account and whose purpose is to manage the underlying assets with a view to generating value during the life of the undertaking.”*

Die letztgenannte Alternative ist sachlich eng mit dem Bereich der Holdinggesellschaften verknüpft. Hier hat der deutsche Gesetzgeber in § 2

Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E in Verbindung mit § 1 Abs. 60 KAGB-E eine formale Abgrenzung dahingehend getroffen, dass auf eigene Rechnung tätige und auf einem geregelten Markt gelistete Gesellschaften aus dem Anwendungsbereich des KAGB-E herausgenommen werden.

Für eine zutreffende Unterscheidung zwischen einem Investmentfonds und einem operativ handelnden Unternehmen ist die obige Entscheidung allerdings gerade für den Immobiliensektor unseres Erachtens nicht tauglich. Eine ähnliche Fragestellung ergibt sich beispielsweise auch im Steuerrecht bei der Abgrenzung zwischen der Einkunftsart Vermietung / Verpachtung zur Einkunftsart Gewerbebetrieb. Hierbei ist die (passive) Einkünfteerzielung Vermietung / Verpachtung immer dann zu bejahen, wenn die alleinige Fruchtziehung durch das Halten und Verwalten im Vordergrund und eine zusätzliche Erbringung von Nebenleistungen oder aber die Umschichtung und die Gewinnrealisierung durch den Verkauf nicht im Vordergrund steht.

Das passive Anlegen umfasst damit die Zurverfügungstellung eines Objektes, die es anderen ermöglicht, durch das Nutzen hieraus selbst Erträge zu generieren. Organismen, die ihre Anlagen auch nutzen, um selbst operative Tätigkeiten durchzuführen, könnten damit ausscheiden, da sie die Gelder zwar gemeinsam investieren, es sich aber nicht um eine Anlage handelt, sondern vielmehr um eine unternehmerische aktive Tätigkeit und somit die Teilnahme am wirtschaftlichen Verkehr.

Für Immobilienunternehmen ist diese Unterscheidung bei aufsichtsrechtlichen Fragestellungen in der Regel nur schwerlich möglich.

Denn bei Immobilienvermögen ist anders als bei Wertpapieranlagen der von dem Unternehmen verfolgte Geschäftszweck zur Unterscheidung von bloßem „passivem Investment“ und aktiver unternehmerischer Bewirtschaftung kein taugliches Kriterium. Anders als ein Wertpapierfonds, der den Marktwert der in seinem Portfolio enthaltenen Vermögenswerte beobachtet und nicht aktiv in das Management der Gesellschaften eingreift, an denen er beteiligt ist, kann ein Immobilienfonds seinem Grundstücksvermögen nicht rein passiv gegenüberstehen. Es ist bei einem solchen Fonds vielmehr regelmäßig erforderlich, sich aktiv um den Erhalt und die wirtschaftliche Entwicklung des Immobilienvermögens zu kümmern. Neben der laufenden Bewirtschaftung der Immobilien, der Durchführung von Baumaßnahmen und der Umwidmung von Objekten gehören auch Umschichtungen im Portfolio durch Kauf und Verkauf von Grundstücken einschließlich der Entwicklung der in diesem Zusammenhang jeweils notwendigen Strategien zu den Aufgaben der Fondsverwaltung; vgl. hierzu auch das Schreiben der BaFin v. 30. 8. 1999, Az. V 2 - X - 2038/99.

Spezifisch auf Immobilienvermögen bezogen kann anhand des Geschäftszwecks eine sinnvolle Differenzierung zwischen operativ tätigen Unternehmen und Investmentgesellschaften unseres Erachtens nicht vorgenommen werden, da Investmenttätigkeit und aktive unternehmerische Bewirtschaftung sich insoweit nicht hinreichend unterscheiden.

### (3) eine Anzahl von Anleger

Die Formulierung impliziert, dass alle jene Organismen, die mehr als einen Anleger haben, in den Anwendungsbereich fallen. Auf der anderen Seite werden demnach jedenfalls die Organismen nicht erfasst, die nur einen Anleger haben und die auch per Satzung / Vereinbarung nicht mehr als einen Anleger haben dürfen.

Hinsichtlich der Anzahl von Anlegern enthält § 1 Abs. 1 S. 3 KAGB-E eine Klärung dahingehend, dass dies der Fall ist, „wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag des Organismus für gemeinsame Anlagen die Anzahl möglicher Anleger nicht auf einen Anleger begrenzen“. Dies deckt sich mit dem bisherigen Verständnis zum Investmentgesetz und der Auffassung der ESMA im discussion paper in Rdnr. 29.

### (4) Kapital einsammeln

Hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals des ‚Einsammelns von Kapital‘ verlangt der Wortlaut eine Aktivität seitens des Investmentvermögens. Im Umkehrschluss müssen deshalb rein passive Vorgänge aus dem Anwendungsbereich unseres Erachtens ausgeschieden werden. Wenn sich also mehrere Personen zusammenfinden und initiativ Geld zusammenlegen, kann dies per Definition nicht mehr als „Einsammeln“ verstanden werden.

Noch deutlicher wird dieser Zusammenhang vor dem Hintergrund des Sinn und Zwecks der Vorschrift. Erfasst werden sollen Fonds im hergebrachten Verständnis. Dabei geht es typischerweise um Vehikel, die im Rahmen planmäßig und gewerblich angelegter Vertriebsaktivitäten Gelder einwerben.

Vielmehr wird auf ein Angebot zur Beteiligung abzustellen sein. Als Abgrenzungskriterium des aktiven Kapitaleinwerbens zum passiven Zusammengehen von Gesellschaftern erscheint die Mitwirkungsmöglichkeit am Geschäftsmodell/Businessplan sinnvoll. Bei einem aktiven „Einsammeln“ von Geldern muss dem Dritten ein Konzept angeboten werden.

Grundtypus dürfte die Situation sein, dass ein Konzept für ein Geschäftsmodell entwickelt wurde, für dessen Verwirklichung das notwendige Kapital gesucht wird. Das Angebot, sich an einer Idee zu beteiligen, wird dem Kapitalmarkt unterbreitet und richtet sich grundsätzlich an jeden, der gewillt ist, die Beteiligung zu zeichnen.

Diese Idee muss in geeigneter Weise kommuniziert und auch dokumentiert werden, denn ohne eine genaue Beschreibung würde eine Zeichnung nicht erfolgen. Es muss damit aus unserer Sicht jedenfalls eine Art von Prospekt oder ähnlichen Dokumenten vorliegen.

Bei dem Zusammengehen von Gesellschaftern zur gemeinsamen Gründung einer Gesellschaft steht die Verwirklichung einer gemeinsam entwickelten Idee im Mittelpunkt. Es wird in aller Regel kein „fertiges“ Geschäftsmodell Dritten präsentiert, sondern das Geschäftsmodell wird in der Regel gemeinsam entwickelt.

Das discussion paper der ESMA greift in diesem Zusammenhang einen weiteren Aspekt auf und verweist in Rdnr. 25 darauf, dass eine Sammlung von Kapital ohne Ertragserwartung ebenfalls nicht als AIF angesehen werden kann, da dem Begriff des Einsammelns eine geschäftliche Komponente innewohnt. Insoweit sind also auf zwei Ebenen geschäftliche Komponenten festzustellen:

- Auf der ersten Ebene die Geschäftsmäßigkeit des Einsammelvorgangs selbst, die nach dem hergebrachten Verständnis aus dem finanzaufsichtsrechtlichen Bereich mit „Gewerbsmäßigkeit“ des Vertriebs bezeichnet werden kann.
- Auf der zweiten Ebene die Ertragserwartung bezogen auf Fruchtziehung aus dem eingesammelten Geld.

Der Wortlaut stellt jedoch nicht auf darauf ab, dass die Kapitaleinwerbung fortlaufend sein muss. Vielmehr reicht die einmalige oder kurzfristige Möglichkeit zur Beteiligung aus, um diesen Tatbestand zu erfüllen. Damit sind die typischen Zeichnungsfristen bei geschlossenen Fonds ausreichend, zumal die Begründung in der Richtlinie selbst geschlossene Fonds nennt und damit zu erkennen gibt, dass die hier üblichen Zeichnungsfristen ausreichen sollen. Auch eine jederzeitige Rücknahmemöglichkeit als ein Kriterium der OGAW-Fonds ist hier nicht erheblich.

#### (5) Festgelegte Anlagestrategie

Weitere Tatbestandsvoraussetzung für ein Investmentvermögen ist eine festgelegte Anlagestrategie. Ein Kollektivinvestmentvehikel setzt voraus, nach einem Investitionsplan vorzugehen. Zur Bejahung dieses Tatbestandsmerkmals ist es aus Sicht des ZIA erforderlich, dass der Fonds einer im Vorfeld der Anlageentscheidung mit dem Investor fest vereinbarten Investmentstrategie folgt, die ohne eine Einwilligung durch den Anleger nicht verändert werden darf. Der Anwendungsbereich des Investmentrechts kann demnach nur dann eröffnet sein, wenn die Zielsetzung des Kollektivvehikels entsprechend eng auf einen Investmentzweck ausgerichtet ist. Diese Absprache erfolgt regelmäßig in den Prospekten in Verbindung mit den Zeichnungsdokumenten. Des Weiteren unterliegt die Einhaltung dieser Anlagepolitik bisher bei regulierten Fonds regelmäßig auch der Kontrolle durch die zuständige Aufsichtsbehörde.

Das discussion paper führt unter Rdnr. 31 hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals der Anlagestrategie aus, dass die nachfolgenden Aspekte Indiz für eine Anlagestrategie sind:

- Fixierung der Anlagestrategie spätestens im Zeitpunkt eines bindenden Commitments des Anlegers
- Einbeziehung der Anlagestrategie in die Vertragsdokumentation
- Anlagestrategie als Teil des Vertragsverhältnisses zwischen Vehikel und Anleger
- Festlegung von Investmentrichtlinien (Assetklassen, Investmentregionen, Hebelung, Haltedauer, Risikodiversifikation) über das

Maß des Businessplans einer operativ tätigen Gesellschaft hinaus

- Offenlegung der Anlagestrategie gegenüber den Anlegern
- Offenlegungs- oder Zustimmungserfordernis bei Änderungen der Anlagestrategie

Abzugrenzen ist diese festgelegte Anlagestrategie zum Terminus Investitionsstrategie und der Formulierung von Unternehmenszielen. Diese gehen einer jeden rationalen unternehmerischen Entscheidung voraus und dienen lediglich der Entscheidungsfindung innerhalb eines ökonomisch handelnden Unternehmens.

Als Beispiele lassen sich insbesondere mittel- und langfristige Unternehmensplanungen und die Aufstellung von Budgets und Finanzierungsplänen unter Einbeziehung von Eigen- und Fremdkapital nennen, die nicht zuletzt durch die geltenden Rahmenbedingungen wie Basel II im Rahmen der Fremdfinanzierung gefordert werden. Diesen dokumentierten unternehmerischen Entscheidungen ist eigen, dass sie einem ständigen Evaluationsprozess unterliegen und jederzeit durch die zur Geschäftsführung berufenen Organe den aktuellen Erfordernissen angepasst werden können, ohne dass die Mitglieder der Organe an eine vorher mit den Kapitalgebern vertraglich vereinbarte Anlagestrategie gebunden sind.

Insbesondere kann der gesetzlich geforderte Zweck der Gesellschaft, der regelmäßig weit und unbestimmt ist, nicht mit dem Terminus der Anlagestrategie gleichgesetzt werden. Denn der Gesellschaftsgegenstand macht für die Außenwelt lediglich den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft erkennbar und definiert das mit der Gesellschaft verfolgte Ziel. Der so im Gesellschaftsvertrag verankerte Zweck gibt jedoch keine Antwort auf die Art und Weise der grundsätzlich im Ermessen der Geschäftsführung liegenden Entscheidungen zur Erreichung des Zweckes. Diese operative Ebene ist für den Gesellschafter grundsätzlich im Vorhinein nicht bekannt. Dies stellt demnach gerade keine Anlagestrategie dar.

Immobilien Gesellschaften unterscheiden sich in diesen Aspekten gerade nicht von operativen Unternehmen anderer Sparten. Es handelt sich bei Immobilien Gesellschaften vielmehr um gewöhnliche Gesellschaften, deren Zweck vornehmlich auf den Erwerb, die Entwicklung, die Vermietung und Verpachtung sowie die Veräußerung von Immobilien gerichtet ist. Auch sie folgen einer an den Markterfordernissen kontinuierlich verifizierten Strategie, die vom Vorstand bzw. von der Geschäftsführung innerhalb des Unternehmensgegenstandes ohne eine Bindung an ein vorher mit den Investoren und Kreditgebern verbindlich vereinbartes Programm festgelegt wird. Die Einhaltung dieser Punkte unterliegt keiner aufsichtsrechtlichen Kontrolle durch eine Behörde.

Das Gleiche gilt auch für REITs. § 1 Abs. 1 REIT-G verpflichtet diese Gesellschaften zu einer konservativen bestandshaltenden Bewirtschaftung von Gebäuden, so dass die Tätigkeit sich im Wesentlichen auf das Vermieten, Erwerben und Veräußern von Immobilien beschränkt. Damit wird aber auch hier lediglich die „Leitidee“ der jeweiligen Gesellschaft umschrieben. Wie dieses Ziel erreicht werden soll und durch welche un-

ternehmerischen Entscheidungen eine Umsetzung erfolgen soll, obliegt der Verantwortung des jeweiligen Vorstands. Damit unterscheiden sich REITs letztlich von den klassischen Immobiliengesellschaften in der Hauptsache durch eine zwingende Börsennotierung sowie einem besonderen Besteuerungsregime, das dem Grundsatz der steuerlichen Transparenz des REITs folgt. Insoweit kann für die hier betrachteten Zwecke das oben Gesagte auch für REITs gelten.

#### (6) Nutzen dieser Anleger

Ein wesentliches Kriterium zur Bestimmung der Reichweite der Richtlinie ist auch die Frage der Mittelverwendung. Hier gewinnt der Begriff der „Risikoidentität“ entscheidende Bedeutung. Eine sachgerechte Abgrenzung zwischen der Sphäre des Investmentanlegers und der Sphäre von Aktionären oder Gesellschaftern gebietet es, den mit dem Investment verfolgten Zweck zu berücksichtigen.

Dieses Kriterium bereitet allerdings erhebliche Schwierigkeiten, denn auch operative Gesellschaften verfolgen mit ihren eigenwirtschaftlichen Zwecken letztlich die Wertschöpfung im Interesse der Gesellschafter, wie sich aus dem allgemein anerkannten Gedanken des Shareholder Value ergibt. Auch kann aus dem Ausschüttungs- und Thesaurierungsverhalten nichts abgeleitet werden, weil dies bei Fonds und operativen Gesellschaften nicht notwendigerweise unterschiedlich ist. Sowohl Ausschüttung als auch Thesaurierung sind für Fonds und operative Gesellschaften gebräuchlich.

Ein Anlegernutzen ist in jedem Fall zu verneinen, wenn die Wertentwicklung des Vehikels nicht mit dem Wert des Anlegerinstruments korrespondiert. Dieses Kriterium vermischt sich mit der vorliegend eigentlich nicht zu erörternden Definition eines Anteils an einem Investmentvermögen. Wegen der engen Verflochtenheit ist dieser Aspekt vorliegend mit abzuhandeln. Wenn die Rechtsbeziehung mit dem Vehikel dessen Wertentwicklung nicht transportiert – d. h. der Deltafaktor deutlich von eins abweicht – so ist das Vehikel entweder kein Investmentvermögen oder die Rechtsbeziehung zu dem Vehikel ist kein Fondsanteil: Erhält der Anleger beispielsweise eine von der Wertentwicklung des Vehikels unabhängige Vergütung für seinen Kapitaleinsatz, so handelt es sich um ein Fremdkapitalinstrument. In diesem Fall spielt es aus Anlegersicht keine Rolle, ob das Vehikel ein Investmentvermögen darstellt, weil er jedenfalls nicht daran beteiligt ist.

Das Tatbestandsmerkmal ‚Nutzen der Anleger‘ erfordert vielmehr, dass die Kapitalanlage zum Zweck der Vermögensbildung erfolgt. Letztere wird durch Erwerb und Verwaltung des gemeinschaftlichen Anlegervermögens nach dem Grundsatz der Substanzerhaltung und gegebenenfalls der Substanzwertsteigerung betrieben.

Substanzerhaltung und gegebenenfalls Substanzwertsteigerung setzt jedenfalls im Immobiliensektor voraus, dass die eingeworbenen Anlegermittel für Rechnung der Anleger in möglichst werthaltige und -stabile Vermögensgegenstände „getauscht“ werden und in Form von Miet- oder Pächterträgen bzw. Zinsen zur Wertschöpfung führen.

Werden die eingeworbenen Mittel als „cash flow“ zur Abdeckung der Kosten wirtschaftlicher Aktivität eingesetzt, beruht die erzielte Wertschöpfung gerade nicht auf Substanzerhaltung, sondern auf durch „Mittelverbrauch“ finanzierter operativer Geschäftstätigkeit. Denn eine Anlage zum Nutzen der Anleger setzt voraus, dass anhand einer definierten und fest vereinbarten Anlagestrategie (siehe oben unter (5)) die Gelder in die bestimmbaren Vermögensgegenstände durch den Fonds investiert werden. Kennzeichnend ist dabei, dass die eingeworbenen Gelder unmittelbar in solche qualifizierende Assets investiert werden, die der Anlagestrategie entsprechen.

Im Gegensatz dazu ist bei operativ tätigen Unternehmen, die Mittel beispielsweise aus einer Kapitalerhöhung zur Verfügung haben, eine Anlage der freien Liquidität in Vermögensgegenstände nicht zwingend. Es liegt vielmehr in der strategischen Entscheidung des Vorstandes bzw. der Geschäftsführung, ob die eingeworbenen Mittel kurzfristig investiert werden, oder ob beispielsweise vielmehr eine Liquiditätsreserve gehalten werden soll. Kennzeichnend ist also gerade der weite Ermessensspielraum des Vorstandes. Damit ist aber ein Wertzuwachs bzw. -verlust für den Anleger aus zahlreichen anderen Gründen als nur durch die Wertänderungen der Vermögensgegenstände möglich.

Operativ tätige Unternehmen sind gerade nicht auf das Ziel der privaten Vermögensbildung durch eine unmittelbare Vermögensanlage ausgerichtet. Lediglich mittelbar, nämlich durch Steigerung des eigenen Unternehmenswertes durch das Ergebnis des operativen Geschäfts, führen Sie beim Anleger zu einer Vermögensmehrung. Diese ist jedoch nicht nur Folge des Wertzuwachses der getätigten Vermögensanlagen des Organismus, sondern resultiert aus der gesamten wirtschaftlichen Tätigkeit des Unternehmens.

Infolge dessen ist es auch nicht erforderlich bzw. sogar sachlich verfehlt, Kapitalanlagen, die nicht dem Grundsatz der Substanzerhaltung folgen, den Reglementierungen der AIFM-Richtlinie zu unterwerfen. Die Frage der Verbindung von Anlagezweck und Mittelverwendung lässt sich in Anknüpfung an die Erwägungen des BVerwG in der Hapimag-Entscheidung vom 16. 9. 1979 (BVerwG, NJW 1980, 2482) mit dem Begriff der Risikoidentität beantworten.

Kennzeichnend für die Kapitalanlage i. S. des (Investment-) Sparens ist gerade, dass sich in diesen Fällen das Risiko des Anlegers, einen Kapitalverlust zu erleiden, nahezu vollständig in dem Risiko der Anlage des Kapitals in bestimmten Vermögensgegenständen, dem Anlagerisiko, widerspiegelt. Verwirklicht sich das Anlagerisiko in einer Reduzierung des Vermögenswerts bzw. der Erträge, wirkt sich dies unmittelbar auf die Anleger aus, für deren gemeinschaftliche Rechnung das Anlagevermögen gehalten wird. Risikoidentität scheidet in Fällen aus, in denen ein Unternehmen operativ tätig ist. Aus operativer unternehmerischer Tätigkeit kann ein Verlust erwachsen, der unabhängig vom Substanzwert des Anlagevermögens ist. Der Kapitalanleger trägt insoweit nicht nur die der Kapitalanlage inhärenten Risiken von Substanzverlusten aus nachteiligen Anlagen, sondern ist überdies unternehmerischen Gefahren ausgesetzt.

Das Fehlen einer Risikoidentität spricht im Ergebnis gegen die Annahme eines Fonds.

Nach den hier aufgezeigten Kriterien erscheint eine sachgerechte Eingrenzung des Anwendungsbereiches der AIFM-Richtlinie sowie des jetzt im Entwurf vorliegenden KAGB möglich. Insbesondere scheiden hiernach sowohl (börsennotierte) Immobiliengesellschaften als auch REITs aus.

Ergänzend tritt folgende Erwägung hinzu: Da der von der AIFM-Richtlinie gewählte Begriff des AIF sich materiell definiert, sollte versucht werden eine Negativabgrenzung nicht nur materiell sondern auch unter Hinzuziehung formeller Kriterien vorzunehmen, etwa durch ein Leitbild mit exemplarischen Aufzählungen, nach denen sodann in der Praxis abgegrenzt werden kann.

Dabei darf die erforderliche Abgrenzung nicht nur generell-abstrakt erfolgen, da mit nicht hinreichend konkreten Merkmalen eine praxistaugliche Abgrenzung kaum möglich sein wird. Sinn und Zweck der AIFM-Richtlinie ist es, Vehikel zu regulieren, die nach bisherigem Verständnis als „Fonds“ erachtet wurden. Es sollen dementsprechend also nicht sämtliche Unternehmen schlechthin, auch wenn sie dem weitgefassten Wortlaut des Begriffes des AIF unterfallen könnten, reguliert sein. Der Wortlaut ist daher eng unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck der AIFM-Richtlinie und dieser Genese der Vorschrift auszulegen.

Nach allem könnte ein AIF-Leitbild – aufsetzend auf die bisherige Definition von „Investmentvermögen“ – wie folgt lauten und auch in das deutsche Umsetzungsgesetz (KAGB-E) oder zumindest als Auslegungshilfe in dessen Begründung aufgenommen werden; für den Wortlaut einer ESMA Empfehlung wären die investmentrechtlichen Verweise allgemein zu halten:

„Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren. Investmentvermögen (Fonds) stehen dabei insbesondere in Abgrenzung zu nicht als Fonds tätigen Unternehmen, worunter insbesondere solche Unternehmen zu verstehen sind, die auch bis zum Inkrafttreten dieses Gesetzes weder als investmentrechtlich regulierter Fonds noch als investmentrechtlich unregulierter (geschlossener) Fonds betrachtet wurden oder werden würden. Insoweit sind als Leitbild insbesondere keine Investmentvermögen:

- Real Estate Investment Trusts (REITs);
- Immobilienaktiengesellschaften, sofern sie nicht nach dem Investmentgesetz in der Fassung vom [letzte geltende Fassung vor Inkrafttreten des KAGB-E] investmentrechtlich bei dessen Anwendung reguliert sein würden, sofern dieses noch – wie bis zum Inkrafttreten des InvÄndG der Fall – eine Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital geregelt haben würde;
- Verwalter von einem oder mehreren Familienvermögen (Family Office), sofern der Verwalter solcher Vermögen seine Dienstleistungen und damit verbundene Nebentätigkeiten ausschließlich auf die betreuten Familienvermögen

beschränkt und nicht auch für sonstige Investoren erbringt;

- Gesellschaften, an denen keine gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen öffentlich oder im Wege einer wegen seiner Mindestanlagesumme gemäß dem Vermögensanlagenverkaufsprospektgesetz nicht prospektpflichtigen Privatplatzierung (Private Placement) angeboten werden;
- Gesellschaften, die Fremdmittelinstrumente in der Form von Finanzinstrumenten (z.B. Inhaberschuldverschreibungen, Genussscheine) oder sonstigen Fremdmittelinstrumenten (z.B. Darlehensbegebung an Gesellschaft) anbieten;
- Genossenschaften.“

Der ZIA steht für weitere Diskussionen in diesem Zusammenhang gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



RA Dipl.-Kfm. Carsten Rothbart  
Leiter Steuern & Finanzen

ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V. - Wallstraße 16 - 10179 Berlin

An die Fraktionen im Deutschen Bundestag  
Berichterstatter in Sachen AIFM  
Ralph Brinkhaus (CDU/CSU),  
Björn Sängler (FDP),  
Dr. Carsten Sieling (SPD),  
Dr. Gerhard Schick (Bündnis 90/Die Grünen)  
sowie  
Dr. Michael Meister (CSU) - stellv. Vors. der  
CDU/CSU-Bundestagsfraktion  
und  
weiteren Vertretern aus Politik und Verwaltung

Berlin, 30.11.2012

## **AIFM-UmsG - Unbestimmter Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetz- buchs**

Sehr geehrter,

die Vorgaben der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) sind ab 22.7.2013 anzuwenden. Das Bundesministerium hat im Sommer 2012 einen ersten Diskussionsentwurf eines nationalen Umsetzungsgesetzes vorgelegt, der erhebliches Aufsehen ausgelöst hat. Derzeit befindet sich ein überarbeiteter Entwurf in der Ressortabstimmung.

Ein wesentlicher Punkt, der bisher leider in der öffentlichen Diskussion nicht hinreichend Berücksichtigung findet, ist der ungenügend geklärte Anwendungsbereich der Richtlinie und ihr folgend des nationalen Umsetzungsgesetzes, dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB). Dies ist umso bedauerlicher, da die European Securities and Markets Authority (ESMA) als europäische Beratungsinstanz hierzu bereits begrüßenswerte Vorschläge gemacht hat, siehe ESMA-Konsultation „Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM“ vom 23.2.2012.

Durch Verwendung eines weiten materiellen Fondsbegriffs nunmehr für den gesamten deutschen Fondsmarkt, der hunderte Milliarden Euro verwaltet, drohen entgegen der ursprünglichen Intention neben Fonds auch Teile der Realwirtschaft von dieser Regulierung erfasst zu werden.

Insbesondere alle Arten von Immobiliengesellschaften könnten nach der bisher kolportierten Auslegung durch die zuständige Aufsichtsbehörde BaFin in den Anwendungsbereich des KAGB fallen. Damit drohen tausende von deutschen Immobiliengesellschaften den weitreichenden Anforderungen der Richtlinie zu unterfallen. Allein die Tatsache, dass Gesellschaften Immobilien verwalten und

**Präsident:**  
Dr. Andreas Mattner

**Vorstand:**  
Ulrich Höller  
Dr. Eckart John von Freyend  
Friedrich Wilhelm Patt  
Prof. Dr. Wolfgang Schäfers  
Bärbel Schomberg  
Christian Ulbrich  
Thomas Zinnöcker

**Präsidium:**  
Dr. Georg Allendorf  
Klaus Beine  
Jan Bettink  
Claus-Matthias Böge  
Matthias Böning  
Stefan H. Brendgen  
Michael Bücker  
Claus-Jürgen Cohausz  
Barbara Deisenrieder  
Prof. Thomas Dilger  
Wolfgang Egger  
Birger Ehrenberg  
Andreas Engelhardt  
Dr. Jürgen Gehb  
Günter Manuel Giehr  
Bernhard H. Hansen  
Werner Knips  
Barbara A. Knoflach  
Dr. Reinhard Kutscher  
Matthias Leube  
Franz Meiers  
Dr. Mathias Müller  
Rainer Nonnengässer  
Oliver Porr  
Klaus Raps  
Dr. Georg Reutter  
Rupprecht Rittweger  
Prof. Dr. Matthias Thomas  
Dirk Tönges  
Peter Tzeschlock  
Dr. Hans Volkert Volckens  
Dr. Marc Weinstock  
Claus Wisser  
Thomas Ziegler

**Geschäftsführer:**  
Axel von Goldbeck (Sprecher)  
Klaus-Peter Hesse

**Zentraler Immobilien  
Ausschuss e.V.  
German Property Federation**  
Wallstraße 16, 10179 Berlin  
T: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 0  
F: +49 (0) 30 - 20 21 585 - 29  
info@zia-deutschland.de  
www.zia-deutschland.de

**Büro Brüssel:**  
Rue du Commerce 31  
B-1000 Bruxelles  
Telefon: +32 (0) 2 - 792 10 05  
Telefax: +32 (0) 2 - 792 10 10

VR 25863 B (Berlin-Charlottenburg)

theoretisch mehr als einen Gesellschafter haben können, würde demnach für eine Qualifikation als Fonds im Sinne der AIFM-Richtlinie genügen können.

Potentiell betroffen von einem derartigen Verständnis wären *beispielsweise* die nachfolgenden Geschäftsmodelle, auch wenn sie bereits am Markt etabliert sind:

- börsennotierte und nicht börsennotierte **Immobilien(aktien)gesellschaften**;
- **REITs** (in Deutschland vorgesehen nach dem REIT-Gesetz);
- **Wohnungsbaugenossenschaften**;
- **kommunale Wohnungsbaugesellschaften** mit mehr als einem Gesellschafter oder Geldgeber;
- **Objektgesellschaften** mit mehr als einem Gesellschafter; diese Gesellschaften werden etwa zur Haftungsabgrenzung genutzt;
- **(kommunale) Bürgerbeteiligungsmodelle**, mit denen derzeit auf kommunaler Ebene die Energiewende eingeleitet werden soll und für die umfassende Programme auf Länder- und auf Kommunalebene aufgesetzt sind;
- **Bauträgerprojekte**;
- **Bauunternehmen**, insbesondere sofern sie Immobilien zunächst selbst erwerben, um sie zu entwickeln, und anschließend veräußern.

Die Vielzahl der unterschiedlichen betroffenen Gesellschaftsformen unterstreicht die unzutreffende Deutung des europäischen Regelungswerks für Fonds deutlich.

Die AIFM-Richtlinie – wie auch das KAGB – wird Anlagestrategien grds. in alle Gegenstände zulassen, egal, ob dies Flugzeuge, Autos, Immobilien, Wertpapiere, Derivate oder etwas anderes ist. Bereits daraus ergibt sich, dass der Anlagegegenstand selbst keine präjudizierende Bedeutung dafür haben kann, ob das Gebilde ein Fonds ist. Vielmehr kommt es darauf an, ob es sich gegenüber den Investoren zu einer bestimmten Anlagestrategie bindend verpflichtet.

Nachfolgend sind *einige ausgewählte* Konsequenzen für die Betroffenen dargelegt, die verdeutlichen, dass eine Fehlinterpretation des Fondsbegriffs erhebliche Konsequenzen für die gesamte Immobilienbranche, die finanzierenden Banken und auch für die Versorgung der Bevölkerung mit Wohnraum hätte.

- Bei der überwiegenden Zahl von Unternehmen ist nicht auszuschließen, dass auch „Retailkunden“ (Kleinanleger) Anteile halten (können), so dass nach dem KAGB ein besonders stark reglementierter Publikums-AIF vorliegen würde. Dies bedeutet unter anderem, dass Unternehmen ihre Fremdfinanzierung auf max. 60% zurückfahren müssten. In der Praxis würde dies eine vorzeitige Kündigung bestehender Darlehen gegen hohe Kosten bedeuten. Zudem wären umfangreiche Eigenkapitalerhöhungen vorzunehmen, die, falls sie nicht erfolgreich sind, die Liqui-

dation des Unternehmens notwendig machen. Dies wird Fremdfinanzierungen im Umfang von hunderten Millionen oder eher Milliarden Euro betreffen und wird nicht zuletzt auch die Banken schwächen.

- Das KAGB enthält ein striktes Rechtsformgebot; Rechtsformen wie die GbR, GmbH oder auch eG wären unzulässig. Tausende von Gesellschaften müssten in eine Rechtsform umgewandelt werden. Dies würde auch ein Ende des bewährten Modells der Wohnungsbaugenossenschaften in Deutschland bedeuten.
- Die Gesellschaften wären nicht mehr auch dem Wohl ihrer Arbeitnehmer oder anderen gesellschaftlichen Allgemeininteressen verpflichtet, sondern nur noch allein den Gewinninteressen der Anleger. Die Geschäftsleitung wäre verpflichtet, optimale Ressourcenallokationen zu prüfen mit dem möglichen Ergebnis des Outsourcings zu Lasten der Arbeitsplätze.
- Bestimmte Beteiligungen an anderen Gesellschaften, die die Wertschöpfungskette der jeweiligen Unternehmen erhöhen, wären verboten; diese müssten verkauft werden. Dies würde zu erheblichen Umstrukturierungen der Gesellschaften führen und teilweise eine geschäftspolitische Neuaufstellung der Gesellschaften zur Folge haben.
- Die Umstellungen sind zum Teil so fundamental, dass in der Regel die Haupt- oder Gesellschaftsversammlung bereits im 1. Hj. 2013 darüber abstimmen müsste, da bereits ab dem 22.7.2013 die Vorgaben der AIFM-Richtlinie inhaltlich und organisatorisch umzusetzen sind. Dabei kann die Zustimmung nicht automatisch unterstellt werden. Erfolgt diese nicht, droht eine Liquidation oder die Übertragung der Verwaltung der Gesellschaft auf einen anderen Fondsverwalter.
- Satzungen und Prospekte wären neu zu gestalten, verbunden mit der Unsicherheit, ob diese überhaupt von den derzeitigen Gesellschaftern in Beschlüssen akzeptiert würden.
- Die Manager der Gesellschaften müssten innerhalb eines Jahres eine Zulassung auf der Basis eines zumeist vollständig veränderten Geschäftsmodells beantragen.
- Bei Nichteinhaltung drohen dem Leitungspersonal straf- und ordnungsrechtliche Konsequenzen.
- Eine Verwahrstelle bzw. Depotbank ist einzuschalten, es sind umfangreiche organisatorische Vorgaben zu erfüllen.
- Die betroffenen Gesellschaften müssten u.U. ihre Geschäftsleitung austauschen, wenn die BaFin diese nach eingehender Prüfung nicht für ausreichend qualifiziert befindet.
- Sämtliches Leitungspersonal müsste nach strengen und formalisierten Vergütungskriterien vergütet werden, welche erst neu verhandelt und rechtlich implementiert werden müssten.
- Für tausende von Immobilien wären Verfügungsbeschränkungen in den Grundbüchern einzutragen.
- Die Einstufung führt dazu, dass jede Gesellschaft eine einzige Anlagestrategie ein für allemal fixieren und – will sie davon abweichen – die Zustimmung aller Anleger und der BaFin einholen muss. Dies ist richtig

für Produkte, die von vornherein mit diesem Ziel vertrieben werden, jedoch offensichtlich nicht für Unternehmen, die unternehmerische Freiheiten wahrnehmen und sich nie gegenüber Gesellschaftern nur auf ganz bestimmte Tätigkeiten unveränderlich festgelegt haben.

- Insgesamt wären damit deutsche Gesellschaften bei einer zu weitgehenden Auslegung im europäischen Wettbewerb Nachteilen ausgesetzt, da zu befürchten ist, dass die Auslegung der Richtlinie in anderen Ländern nicht so weit erfolgen wird.

Bereits diese beispielhafte Aufzählung der Konsequenzen, die sich ohne weiteres um weitere einschneidende Folgen verlängern ließe, zeigt die immense Bedeutung der Frage. Eine ausufernde Deutung des Fondsbegriffs hätte somit nicht nur dramatische Folgen für die betroffenen Unternehmen, sondern würde auch weitreichende und heute unabsehbare volkswirtschaftliche Auswirkungen zeitigen. Es ist wohl keine Übertreibung zu sagen, dass hier für die gesamtwirtschaftliche Lage der Bundesrepublik erhebliches Gefährdungspotential gegeben ist. Bereits die jetzt bestehenden Unsicherheiten veranlassen viele Marktteilnehmer dazu, Neuengagements zu hinterfragen. Dieser drohende Stillstand auf Teilen des Immobilienmarktes muss mit Blick auf mögliche Folgewirkungen auch auf dem Arbeitsmarkt verhindert werden.

Die Unsicherheit bei der Begriffsbestimmung wird dadurch erheblich verschärft, dass die OTC-Derivate-Verordnung (EMIR) durch einen Verweis auf die AIFM-Richtlinie für diese Unternehmen uneingeschränkt Anwendung finden würde. EMIR führt zu erheblichen Kosten und Reporting-Anforderungen bei OTC-Derivaten für Finanzierungen der Immobilienunternehmen im Zusammenhang mit den in der Praxis weit verbreiteten Zins- und Währungsswaps. Diese werden bei Immobilienunternehmen nicht für Spekulationszwecke, sondern – wie auch in anderen Teilen der Realwirtschaft – ausschließlich zur Risikominderung eingesetzt.

Zudem würden Immobiliengesellschaften bei einer Qualifikation als AIF nach den vorliegenden Plänen als Finanzinstitute im Sinne der Finanztransaktionssteuer (FTT) gelten. Damit würden sie u.a. bei der Beschaffung von dringend benötigtem Eigenkapital diskriminiert, da die Erstemission von Aktien in diesem Falle – anders als bei Nicht-Finanzinstituten – einer Besteuerung mit FTT unterläge (Art. 1 Nr. 4 lit. a. des Vorschlags für eine Richtlinie des Rats über das gemeinsame Finanztransaktionsteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG).

Auch für die zuständige Aufsichtsbehörde (BaFin) wäre im Übrigen eine derartige Rechtsunsicherheit mit weitreichenden Folgen verbunden. Um insbesondere strafrechtliche Konsequenzen zu vermeiden, wären tausende von potentiell erfassten Managern gezwungen, den AIFM- bzw. KAGB-Status zu klären. Dies würde – zusammen mit den Anträgen der „echten“ AIFM – die Kapazitäten der Behörde bei weitem überfordern.

Aus Sicht des ZIA war eine Erfassung weiter Teile der Immobilienindustrie vom Richtliniengeber auf europäischer Ebene nicht intendiert. Ebenso geht der Entwurf des deutschen Umsetzungsgesetzes erkennbar nicht von einer Einbeziehung der Realwirtschaft aus, wie der im überarbeiteten Gesetzentwurf vorgesehene einschränkende Satzteil in § 1 Abs. 1 KAGB, demzufolge nicht-operative Unternehmen außerhalb des Finanzsektors nicht vom Gesetz erfasst werden sollen, beweist. Nach der zutreffenden Gesetzesbegründung soll hierdurch gerade unterstrichen werden, dass lediglich „klassische Fonds“ von der neuen umfassenden Regulierung erfasst werden sollen. Um diese beiden unbestimmten Rechtsbegriffe für die Praxis handhabbar zu machen, bedarf es aus Sicht des ZIA zwingend einer Ergänzung durch eine beispielhafte Aufzählung in der Gesetzesbegründung oder beispielsweise in anderen parlamentarischen Drucksachen. Denn dieser jetzt ergänzte Zusatz bereitet wiederum selbst große Auslegungsschwierigkeiten.

Beiliegend übersenden wir Ihnen unser Schreiben an die BaFin vom 4.9.2012, in dem wir durch Auslegung der Tatbestandsmerkmale des § 1 Abs.1 KAGB-E Möglichkeiten einer sachgerechten Ermittlung des Anwendungsbereichs des KAGB-E aufzeigen.

Wir sind überzeugt, dass es im Interesse aller Beteiligten liegt, den potentiell Betroffenen schnellstmöglich Rechtssicherheit zu gewähren. Mit Blick auf den sehr kurzen verbleibenden Zeitraum für eine Umsetzung der Anforderungen aus der AIFM-Richtlinie müssten die möglicherweise erfassten Unternehmen sofort mit einer organisatorischen Umsetzung der Vorgaben beginnen. Wir beobachten schon jetzt erhebliche Unsicherheiten im Markt, die es noch im Rahmen des laufenden Gesetzgebungsverfahrens zu beseitigen gilt.

Da vielen potentiell Betroffenen die hier geschilderten Probleme zudem noch gar nicht bewusst sind, sollte auch von Seiten der BaFin zu diesem Punkt – sofern nicht kurzfristig eine Lösung erzielt werden kann – eine offensive Aufklärungsarbeit betrieben werden. Wir haben unsere Mitglieder bereits in der Vergangenheit über diese nicht abschließend geklärte Frage informiert und werden unsere Arbeit in diesem Punkt nun verstärken und zudem auch unsere Öffentlichkeitsarbeit intensivieren.

Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Axel von Goldbeck



Carsten Rothbart