



**HOCHSCHULE FÜR ÖFFENTLICHE VERWALTUNG UND FINANZEN  
LUDWIGSBURG**

University of Applied Sciences

Wahlpflichtfach Nr. 10: Ausgewählte Probleme aus dem  
Wirtschaftsprivatrecht, der Vermögensverwaltung des Landes Baden-  
Württemberg und anderer öffentlich-rechtlicher Einrichtungen  
einschließlich der anwenderspezifischen EDV

**Offene und geschlossene Immobilienfonds -  
ein Vergleich**

**DIPLOMARBEIT**

zur Erlangung des Grades einer

**Diplom-Finanzwirtin (FH)**

vorgelegt von

Sandra Stiefel

Studienjahr 2009/2010

Erstgutachter: Prof. Dr. jur. Arnd Diring

Zweitgutachter: Prof. Michael Grau

---

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	II
Abkürzungsverzeichnis .....	IV
Verzeichnis der Anlagen .....	VI
Abbildungsverzeichnis.....	VII
Tabellenverzeichnis.....	VIII
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Grundlagen .....</b>	<b>3</b>
2.1 Begriff und Charakteristika von Immobilien.....	3
2.2 Der Fondsgedanke .....	4
2.3 Historische Entwicklung.....	5
<b>3. Offene Immobilienfonds .....</b>	<b>6</b>
3.1 Definition.....	6
3.2 Rechtliche Grundlagen .....	7
3.3 Organe.....	9
3.3.1 Die investimentrechtliche Konstruktion .....	9
3.3.2 Immobiliensondervermögen .....	11
3.3.3 Kapitalanlagegesellschaft.....	12
3.3.4 Depotbank.....	13
3.3.5 Sachverständigenausschuss.....	14
3.3.6 Aufsichtsrat .....	15
3.3.7 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	16
3.4 Die Grundsätze der Investition.....	16
3.4.1 Grundstücksvermögen .....	16
3.4.2 Sonstiges Vermögen .....	18
3.5 Kreditaufnahme .....	19
3.6 Aktuelle Situation von offenen Immobilienfonds .....	19
<b>4. Geschlossene Immobilienfonds .....</b>	<b>22</b>
4.1 Definition.....	22
4.2 Gesellschaftsrechtliche Gestaltung.....	23
4.2.1 Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts .....	24
4.2.2 Die Kommanditgesellschaft.....	24
4.3 Fondsvarianten .....	27
4.3.1 Finanzierung der Gesellschaft.....	27
4.3.2 Anlageziele des Gesellschafters .....	28
4.3.3 Einkunftsart .....	29
4.3.4 Besondere Gestaltungsmöglichkeiten.....	30
<b>5. Der Vergleich .....</b>	<b>33</b>
5.1 Anlagestrategien.....	33

---

5.2 Fungibilität .....	44
5.3 Transparenz.....	47
5.4 Steuerrechtliche Behandlung.....	54
<b>6. Schlussbetrachtung</b> .....	<b>58</b>
6.1 Die wichtigsten Unterscheidungskriterien .....	58
6.2 Fazit.....	59
Anlagen .....	IX
Literaturverzeichnis .....	XLIX
Erklärung nach § 32 Abs. 3 AprOFingD .....	LVI

---

## Abkürzungsverzeichnis

ADIG	Allgemeine Deutsche Investment Gesellschaft
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AR	Aufsichtsrat
AuslInvestmG	Auslandinvestmentgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BauGB	Baugesetzbuch
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BVI	Bundesverband Deutscher Investmentgesellschaften
d.h.	das heißt
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
EStG	Einkommenssteuergesetz
EU	Europäische Union
evtl.	eventuell
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
ff.	fortfolgende
GBO	Grundbuchordnung
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
ggf.	gegebenenfalls
grds.	grundsätzlich
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.d.	im Sinne des
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InvG	Investmentgesetz
InvModG	Investmentmodernisierungsgesetz

---

InvStG	Investmentsteuergesetz
KAAG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OHG	Offene Handelsgesellschaft
p.a.	per anno
Soli	Solidaritätszuschlag
u.a.	unter anderem
US	United States
VGF	Verband geschlossener Fonds e.V.
WEG	Wohnungseigentumsgesetz
WertR	Richtlinie für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken
WertV	Verordnung über die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken
z.B.	zum Beispiel

---

## Verzeichnis der Anlagen

- Anlage I:** Internetausdruck: Offene Immobilienfonds: Solide Rendite, langfristige Wertsteigerung
- Anlage II:** Internetausdruck: Fragen an Stefan Seip, Hauptgeschäftsführer des BVI - Ist der offene Immobilienfonds noch zu retten?
- Anlage III:** Internetausdruck: iii-investments
- Anlage IV:** Internetausdruck: 50 Jahre offene Immobilienfonds in Deutschland
- Anlage V:** Internetausdruck: Allianz Global Investors
- Anlage VI:** Internetausdruck: geschlossen, beschossen - entschlossen?
- Anlage VII:** Internetausdruck: Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff
- Anlage VIII:** Internetausdruck: Geschlossene Immobilienfonds
- Anlage IX:** Internetausdruck: Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter ausgebaut
- Anlage X:** Protokoll zum Kurzinterview mit Herrn Gutbrod - Filialleiter bei der Volksbank Reutlingen
- Anlage XI:** Internetausdruck: Dominoeffekt bei Immobilienfonds
- Anlage XII:** Internetausdruck: Rating von offenen Immobilienfonds
- Anlage XIII:** Internetausdruck: BVI stellt Maßnahmenpaket zu offenen Immobilienfonds vor – Schwerpunkte: Liquiditätssteuerung, Bewertung, Transparenz
- Anlage XIV:** Internetausdruck: Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz
- Anlage XV:** Internetausdruck: VGF-Mitglieder legen erstmals Leistungsbilanz nach einheitlichen Leitlinien vor
- Anlage XVI:** Internetausdruck: Offene Immobilienfonds gehören in jedes Depot
- Anlage XVII:** Internetausdruck: VGF-Startseite

---

## Abbildungsverzeichnis

<b>Abbildung 1:</b> Investmentdreieck .....	10
<b>Abbildung 2:</b> KG Konstruktion eines geschlossenen Immobilienfonds ...	27
<b>Abbildung 3:</b> Nutzungsart der offenen Immobilienfonds .....	34
<b>Abbildung 4:</b> Performance verschiedener Fondsgruppen im Einjahres- Bereich in Prozent zum Stichtag Jahresultimo 2008 .....	35
<b>Abbildung 5:</b> Entwicklung des Anteils außereuropäischer Länder in Prozent zum Stichtag 31. März 2009 .....	36
<b>Abbildung 6:</b> Darstellung der wichtigsten Nutzungsarten .....	38
<b>Abbildung 7:</b> Rating-Ergebnisse der offenen Immobilienfonds durch Moody´s oder andere .....	51

---

## Tabellenverzeichnis

<b>Tabelle 1:</b> Anlagegegenstände und Anlagegrenzen von offenen Immobilienfonds .....	19
<b>Tabelle 2:</b> Gegenüberstellung offene und geschlossene Immobilienfonds .....	58



## 1. Einleitung

Die Investition in Immobilien ist eine traditionelle Anlageform<sup>1</sup> und gerade wegen ihrer hohen Wertbeständigkeit häufig ein wesentlicher Bestandteil des Anlagenportfolios.<sup>2</sup> Doch nicht jeder ist in der Lage Grundbesitz zu erwerben und zu bebauen oder bereits fertig gestellte Immobilien an lukrativen Standorten zu kaufen.<sup>3</sup> Deshalb haben sich neben dem Direkterwerb verschiedene Formen des indirekten Immobilieninvestments entwickelt. Eine häufig genutzte Möglichkeit und auch die dominierende Form in Deutschland ist die Investition in offene und geschlossene Immobilienfonds.<sup>4</sup> Gerade wegen ihres geringen Verwaltungsaufwandes, einem fachkundigen Fondsmanagement und der Möglichkeit in mehrere und unterschiedliche Objekten an verschiedenen Standorten zu investieren, werden sie häufig als Anlagevariante angeboten. Doch worin genau der Unterschied liegt ist vielen Investitionswilligen nicht immer klar, denn so ähnlich ihre Namen auch klingen, so bedeutend sind die Unterschiede. Gemeinsam haben sie nur das Fondsprinzip und die damit zusammenhängende Beteiligung an renditeträchtigen Objekten.<sup>5</sup> Zudem feierten beide im Jahr 2009 ihr 50-jähriges Bestehen.<sup>6</sup>

Während sich die geschlossenen Immobilienfonds im Wandlungsprozess befinden,<sup>7</sup> gab es besonders bei den offenen Immobilienfonds zum Jubiläum keine Geschenke, sondern vor allem nur eins und zwar

---

<sup>1</sup> Vgl. BVI Stand März 2008: „Offene Immobilienfonds: Solide Rendite, langfristige Wertsteigerung.“ Siehe Anlage I.

<sup>2</sup> Vgl. Arndt/Fischer in Lüdicke, Jochen/ Arndt, Dr. Jan-Holger/ u.a.[Lüdicke/Arndt]: Geschlossene Fonds- Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private- Equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten, in: C.H. Beck oHG, 5. Auflage, München 2009, S. 195.

<sup>3</sup> Vgl. Klumpe, Werner/ Nastold, Ulrich A.[Klumpe/Nastold]: Immobilienfonds, Wirtschaft-Finanz- Innovationen Band 7, o.O. 1997, S. 1.

<sup>4</sup> Vgl. Klug, Walter [Klug]: Offene Immobilienfonds - Zeit für stabile Werte, in: Fritz Knapp Verlag, Frankfurt a. Main 2004, S. 19.

<sup>5</sup> Vgl. Bartlsperger, Stephan/ Boutonnet, Beatrix/ Loipfinger, Stephan/ u.a. [Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger]: Geschlossene Immobilienfonds, in: Schäffer-Poeschel Verlag, 5. Auflage, Stuttgart 2007], S.56.

<sup>6</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 2/3.

<sup>7</sup> Vgl. Pitschke, Christoph in: Everling, Oliver/ Theodore Samuel S. [Everling/Theodore]: Bankenrisikomanagement- Mindestanforderungen, Instrumente und Strategien für Banken, in Dr. Th. Gabler GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2008, S. 287.

Liquiditätsengpässe. Droht das Konzept etwa nach 50 Jahren zu scheitern?<sup>8</sup> Wie geht es weiter mit dieser Anlageform? Gerade wegen der derzeitigen Lage, dass einige offene Immobilienfonds schließen mussten, soll in dieser Arbeit auf die aktuelle Situation und der weiteren Entwicklung von offenen Immobilienfonds eingegangen werden. Doch zunächst sollen vor allem Begrifflichkeiten und die dazugehörigen rechtlichen Grundlagen beider Anlageprodukte im Mittelpunkt stehen. Speziell bei den offenen Immobilienfonds, die dem Investmentgesetz (InvG) unterliegen, wird immer wieder auf dieses verwiesen. Beim Vergleich zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds soll insbesondere auf die Anlagestrategien, die Fungibilität, die Transparenz sowie auf die steuerrechtliche Behandlung beider Produkte eingegangen werden. Anhand der unterschiedlichen Anlagepolitiken sollen sich letztendlich die Zielgruppen für offene und geschlossene Immobilienfonds herauskristallisieren. Bei dem Unterscheidungskriterium Fungibilität soll die Preisfindung der Anteile sowie die Nennung der zur Verfügung stehenden Verfahren, die für die Immobilienbewertung herangezogen werden können, abgehandelt werden. Auf die Vorgehensweise und Berechnungsschritte der jeweiligen Bewertungsverfahren wird jedoch nicht eingegangen. Die Transparenz setzt sich vorwiegend mit gesetzlichen und freiwilligen Publizitätsstandards der Fondsanbieter auseinander und zeigt mögliche Informationsquellen auf, die dem Anleger für eine Anlageentscheidung dienen können. Zu guter letzt soll bei der steuerrechtlichen Behandlung ein kurzer Einblick in die Besteuerung von offenen und geschlossenen Immobilienfonds nach dem EStG (Einkommenssteuergesetz) gewährt werden.

---

<sup>8</sup> Vgl. BVI v. 01.12.2009, „Fragen an Stefan Seip, Hauptgeschäftsführer BVI - Ist der offene Immobilienfonds noch zu retten?“ abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/presse/statements\\_und\\_interviews/seip\\_immofinanzDez09/IF23\\_23\\_Seip.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/statements_und_interviews/seip_immofinanzDez09/IF23_23_Seip.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage II.

## 2. Grundlagen

### 2.1 Begriff und Charakteristika von Immobilien

Der Begriff der Immobilie wurde vom Gesetzgeber nicht eindeutig definiert und kann deshalb auf verschiedene Arten interpretiert werden. Im Allgemeinen Sprachgebrauch werden oft Ausdrücke wie Grundbesitz, grundstücksgleiche Rechte, Gebäude, Grund und Boden, Grundstücke, Liegenschaften oder Realvermögen als Synonyme verwendet.<sup>9</sup>

Das Lexikon versteht unter einer Immobilie „unbeweglicher Besitz z.B. Grundstück, Gebäude.“<sup>10</sup> Ein Grundstück im Rechtssinne ist ein räumlich abgegrenzter Teil der Erdoberfläche der im Grundbuch auf einem besonderen Blatt eingetragen ist. Zu einem Grundstück gehört neben der Erdoberfläche auch der Luftraum darüber, die wesentlichen Bestandteile nach § 94 ff. BGB wie Gebäude, Erzeugnisse sowie die mit dem Eigentum am Grundstück verbundenen Rechte nach § 97 BGB.<sup>11</sup>

Im Gegensatz zu anderen Wirtschaftsgütern weisen Immobilien viele Besonderheiten auf, die sie von anderen Gütern unterscheiden.

- a) Immobilität
- b) Inflationsschutz
- c) Heterogenität
- d) hohe Transaktions- und Investitionskosten
- e) langlebige Nutzungsdauer und
- f) langwieriger Entwicklungsprozess.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Vgl. Strunkheide, Nicole [Strunkheide]: Optimierung von Portfolios international investierender Immobilienfonds, in: Bankakademie-Verlag GmbH, 1. Auflage, Frankfurt a. Main 2004, S. 5.

<sup>10</sup> Duden [Duden]: Das Fremdwörterbuch, Band 5, in: Dudenverlag, 6. Auflage, Mannheim; Wien; Zürich 1997, S. 349.

<sup>11</sup> Vgl. Meder, Stephan/ Czelk, Andreas [Meder/Czelk]: Grundwissen Sachenrecht, in: Mohr Siebeck, 2. Auflage, 2008, S.163/164.

<sup>12</sup> Vgl. Strunkheide, S. 5/6/7.

Das wichtigste Merkmal stellt sicherlich die Immobilität bzw. Standortgebundenheit dar. Denn bei einem Immobilieninvestment beeinflusst vor allem die Lage, welche bereits bei der Planungsphase feststeht und nicht mehr verändert werden kann, den ökonomischen und subjektiven Wert der Immobilie.<sup>13</sup>

Zudem handelt es sich bei einer Investition in Immobilien um eine Sachwertinvestition was bedeutet, dass Immobilien zum einen durch Wertsteigerungen, welche sich aus Angebot und Nachfrage und letztendlich doch wiederum und vorwiegend aus der Lage ergeben und durch Indexierung der Mietverträge inflationsgeschützt sind.<sup>14</sup> Durchschnittlich lag die Wertentwicklung der Immobilien in den letzten Jahren um ca. 3,5 % über der Inflationsrate.<sup>15</sup>

## 2.2 Der Fondsgedanke

Der Begriff Fonds wurde aus dem französischen Sprachgebrauch<sup>16</sup> übernommen und bedeutet „Geld- oder Vermögensreserve für bestimmte Zwecke.“<sup>17</sup> Der Gedanke des Fonds besteht darin, Gelder vieler Investoren zu sammeln um ein oder mehrere Güter gemeinsam zu finanzieren. Bei den Gütern handelt es sich z.B. um Aktien, Rentenpapiere oder Immobilien. Das Prinzip ist einfach, derjenige der das Geld einsammelt hat eine bestimmte Idee und möchte es mit der Hilfe und Unterstützung von anderen verwirklichen. Neben der Idee bietet er das zur Zielerreichung erforderliche Wissen an und lässt die Anleger daran teilhaben.<sup>18</sup>

Die Fonds können rechtlich und wirtschaftlich unterschiedlich ausgestaltet sein. So können sich zum einem Investoren zu einer Personengesellschaft

---

<sup>13</sup> Vgl. Gondring, Hanspeter [Gondring]: Immobilienwirtschaft- Handbuch für Studium und Praxis, in: Franz Vahlen GmbH, 2. Auflage, München 2009, S. 36.

<sup>14</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 104.

<sup>15</sup> Vgl. Klug, S. 43.

<sup>16</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 1

<sup>17</sup> Duden, 1997, S. 269.

<sup>18</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 1

etwa einer Kommanditgesellschaft (KG) zusammenschließen um gemeinschaftlich Immobilien, Schiffe, Filme, Flugzeuge etc. zu erwerben, zum anderen wären auch Investmentfonds, für die die Regelungen des InvG gelten, eine Gestaltungsmöglichkeit.<sup>19</sup>

### 2.3 Historische Entwicklung

Der Gedanke gemeinsam Immobilieneigentum zu erwerben ist noch gar nicht so alt. Erst in den 50er und 60er Jahren, im Anschluss an das Wirtschaftswunder als das private Immobilieneigentum in Form eines Einfamilienhaus oder einer Eigentumswohnung größeren Anklang gefunden hatte, kam der Wunsch nach Immobilieneigentum als Kapitalanlage auf. Nachdem bereits 1949 die erste inländische Wertpapier-Investmentgesellschaft mit dem Namen „Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft-mbH heute ADIG gegründet worden war, folgte 1959 die Gründung des ersten offenen und geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland.<sup>20</sup> Gründerin der offenen Immobilienfonds in Deutschland war iii-Investments mit Sitz in München mit dem damaligen iii-Fonds Nr.1. Heute firmiert der Fonds der am 31.01.2005 mit einem anderen Fonds zusammengelegt wurde unter dem Namen Euro ImmoProfil.<sup>21</sup> Initiator des ersten geschlossenen Immobilienfonds in Form einer vermögensverwaltenden Bruchteilsgemeinschaft war die Deutsche Immobilieninvestierungs AG. Bedeutung und Volumen dieser Anlageformen wuchsen ständig, Jahr für Jahr werden Milliarden von Euro in offene und geschlossene Immobilienfonds investiert.<sup>22</sup> Von 1970 bis Ende April 2009 stieg die Anzahl der offenen Immobilienfonds in

---

<sup>19</sup> Vgl. Ratgeber Service der Sparkassen-Finanzgruppe [Sparkassen RatgeberService]: Basisinformationen über die Vermögensanlage in Investmentfonds , in: Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, 7. Auflage, Stuttgart 2004, S. 14.

<sup>20</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 2/3.

<sup>21</sup> Vgl. iii-investments, abrufbar unter <http://www.iii-investments.de/frame2.htm> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage III.

<sup>22</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 2/3.

Deutschland von 5 auf 46 Stück.<sup>23</sup> Demgegenüber haben im Jahr 2009 61.292 Anleger ihr Geld in geschlossene Immobilienfonds investiert.<sup>24</sup>

### 3. Offene Immobilienfonds

#### 3.1 Definition

Ein offener Immobilienfonds ist ein rechtlich unselbständiges Immobiliensondervermögen. Dieses Sondervermögen wird von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) treuhänderisch verwaltet und unter Beachtung des Aspekts der Gewinnerzielung und der Risikostreuung in Immobilien und immobilienähnliche Rechte angelegt.

Bei den offenen Immobilienfonds findet noch eine Unterteilung in Immobilien-Publikumsfonds und Immobilien-Spezialfonds statt.<sup>25</sup> Die Unterschiede ergeben sich im Wesentlichen aus § 2 Abs. 3 InvG<sup>26</sup> wonach die Anteile eines Spezialfonds aufgrund einer schriftlichen Vereinbarung mit der KAG ausschließlich von institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Banken oder Vermögensverwalter<sup>27</sup> gehalten werden und nicht wie bei Publikumsfonds allen Investoren, d.h. private und institutionelle Anleger offen stehen.<sup>28</sup> Dabei bilden mit Abstand die inländischen Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen insbesondere Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke die größte Anlegergruppe.<sup>29</sup> Des Weiteren können Spezialfonds nicht jederzeit an die KAG zurückgegeben werden, sondern sind nach § 92

---

<sup>23</sup> Vgl. BVI v. 23.06.2009, „50 Jahre offene Immobilienfonds in Deutschland“ abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm\\_23062009/2009\\_06\\_23\\_50\\_Jahre\\_OIFs\\_oa.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm_23062009/2009_06_23_50_Jahre_OIFs_oa.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage IV.

<sup>24</sup> Vgl. VGF Branchenzahlen 2009, abrufbar unter <http://www.vgf-branchenzahlen.de/ergebnisse-2009.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).

<sup>25</sup> Vgl. Klug, S. 7/8.

<sup>26</sup> Vgl. Klug, S. 13.

<sup>27</sup> Vgl. Klug, S. 195.

<sup>28</sup> Vgl. Strunkheide, S. 14.

<sup>29</sup> Vgl. Helmer/Nack in: Rehkugler, Heinz [Rehkugler]: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, in: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München 2009, S. 196.

InvG nur mit Zustimmung der KAG übertragbar.<sup>30</sup> Im Gegensatz zum Publikumsfonds schafft der Gesetzgeber bei Spezialfonds bestimmte Erleichterungen hinsichtlich Zulassungs-, Publizitäts- und Rücknahmeverpflichtungen,<sup>31</sup> da hierbei das Schutzbedürfnis des Investors als nicht allzu groß angesehen wird.<sup>32</sup>

In den letzten Jahren hatten die Immobilien-Spezialfonds eine rasante Entwicklung hinter sich, von 1998 bis Ende 2008 hat sich ihr Fondsvermögen mehr als versiebenfacht und beträgt nun 23,1 Mrd. Euro.<sup>33</sup>

Auf weitere Unterschiede soll hier nicht eingegangen werden, da sich die Arbeit in erster Linie auf den Immobilien-Publikumsfonds bezieht wenn von einem offenen Immobilienfonds die Rede ist.

### 3.2 Rechtliche Grundlagen

Mit In-Kraft-Treten des Investmentmodernisierungsgesetz (InvModG) zum 01.01.2004 wurde das aus 145 Paragraphen bestehende InvG und das aus 19 Paragraphen bestehende Investmentsteuergesetz (InvStG) eingeführt.<sup>34</sup>

Damit wurde mit dem InvG das bis dahin geltende Kapitalanlagegesetz (KAAG) und das Auslandsinvestmentgesetz (AuslInvestmG) zusammengeführt.<sup>35</sup> Mit Einführung des InvStG wurden in- und ausländische Fonds steuerlich gleichgestellt um etwaige Wettbewerbsvorteile der ausländischen Fonds zu beseitigen und der

---

<sup>30</sup> Vgl. Strunkheide S. 14.

<sup>31</sup> Vgl. Helmer/Nack in: Rehkugler, S. 193.

<sup>32</sup> Vgl. Tolkmitt, Volker [Tolkmitt]: Neue Bankbetriebslehre- Basiswissen zu Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen, in: Dr. Th. Gabler GmbH, 2. Auflage, Wiesbaden 2007, S. 309.

<sup>33</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S. 14.

<sup>34</sup> Vgl. Nowak, Michael [Nowak]: Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs für die Private Vermögensbildung und Altersvorsorge, Immobilienmanagement Band 8, in: Books on Demand GmbH, Diss. Univ. Leipzig 2005, Norderstedt 2005, S. 45.

<sup>35</sup> Vgl. Nickel, Carsten [Nickel]: Die Novelle des Investmentgesetzes - Die wesentlichen Änderungen für die Praxis, in: Deutscher Sparkassenverlag GmbH, Stuttgart 2008, S. 14.

aktuellen EU-Rechtssprechung nachzukommen.<sup>36</sup> Mit der Einführung des InvModG fand eine generelle Modernisierung des Investmentrechts in Deutschland statt, denn die Problematik war, dass das KAAG ausschließlich inländische Wertpapierfonds regelte. Ende der 60er Jahre wurde dann das AuslInvstmG verabschiedet da US-amerikanische Gesellschaften vermehrt Fondsprodukte auf dem deutschen Markt anboten. Dadurch, dass sich das deutsche Investmentrecht seit 1985 in einem europarechtlichen Rahmen bewegt genauer gesagt den Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), was soviel heißt wie Investmentfonds,<sup>37</sup> war es das Ziel mit dem InvModG zwei Änderungsrichtlinien der EU-Investmentrichtlinie (OGAW III) in deutsches Recht umzusetzen.<sup>38</sup>

Ende 2007 folgte dann das Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) mit dem der Gesetzgeber das im Jahr 2004 eingeführte InvG novellierte.<sup>39</sup> Hauptziel war es den Investmentstandort Deutschland zu stärken, dabei stand u.a. auch die Modernisierung der offenen Immobilienfonds im Vordergrund. Anlass gab die Krise um den Jahreswechsel 2005/2006 als erstmals in Deutschland die Rücknahme von Anteilsscheinen ausgesetzt wurde.<sup>40</sup> Um die Fonds auch in schwierigen Zeiten angemessen und im Interesse der Anleger steuern zu können wurden neue Instrumente eingeführt. Zu diesen Instrumenten gehört neben der Möglichkeit von der bisherigen Verpflichtung zur täglichen Anteilsrücknahme abzuweichen, die Einführung geeigneter Risikomanagementsysteme, die Änderung der Bewertungsvorschriften sowie die Stärkung der Unabhängigkeit und die Vereinheitlichung der Tätigkeitsanforderungen an die Sachverständigen.<sup>41</sup>

---

<sup>36</sup> Vgl. Klug, S. 194.

<sup>37</sup> Vgl. Nickel, S. 13/14.

<sup>38</sup> Vgl. Nowak, S. 45.

<sup>39</sup> Vgl. Nickel, S. 13.

<sup>40</sup> Vgl. Nickel, S. 15.

<sup>41</sup> Vgl. Vorblatt zum Gesetzentwurf der Bundesregierung: Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften [Investmentänderungsgesetz], Berlin 2007.



Neben dem InvG, das als Organisations-, Aufsichts- und Vertriebsgesetz den gesetzlichen Rahmen für die kollektive Geldanlage regelt,<sup>42</sup> existieren für jeden Fonds von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genehmigte Vertragsbedingungen, die das Rechtsverhältnis zwischen der KAG und dem Anleger regelt.<sup>43</sup> Zudem gilt für offene Immobilienfonds das Gesetz über das Kreditwesen (KWG) sowie andere Regelungen, die den rechtlichen Rahmen vorgeben und durch allgemeine und besondere Vertragsbedingungen der BaFin ergänzt werden.<sup>44</sup>

### 3.3 Organe

#### 3.3.1 Die investmentrechtliche Konstruktion

Der Anleger bringt sein Kapital in das Immobiliensondervermögen ein, das dann von der KAG im eigenen Namen für fremde Rechnung verwaltet wird.<sup>45</sup> Für sein eingebrachtes Geld erhält er einen Anteilsschein, mit dem seine Ansprüche gegenüber der KAG dokumentiert und verbrieft sind.<sup>46</sup> Der Eigentümer eines Fondsanteils hat ein Recht auf Miteigentum am Sondervermögen nach Bruchteilen sowie einen Anspruch auf Ertragsbeteiligung und ordnungsgemäße Verwaltung als auch einen Anspruch auf Anteilsrücknahme.<sup>47</sup>

Charakteristisch für das deutsche Investmentwesen ist das Investmentdreieck das aus dem Anleger, der KAG und der Depotbank besteht und in Abbildung 1 dargestellt ist.<sup>48</sup> Darüber hinaus bestehen mit dem Aufsichtsrat (AR), dem Sachverständigenausschuss und der BaFin

---

<sup>42</sup> Vgl. Nowak, S. 47.

<sup>43</sup> Vgl. Klug, S. 8.

<sup>44</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 65.

<sup>45</sup> Vgl. Klug, S. 9.

<sup>46</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 65.

<sup>47</sup> Vgl. Grill, Wolfgang/Perczynski, Hans [Grill/Perczynski]: Wirtschaftslehre des Kreditwesens, in: Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, 39. Auflage, Stuttgart 2005, S. 241.

<sup>48</sup> Vgl. Nickel, S. 20.

weitere Organe die Überwachungs- und Organisationsaufgaben ausüben.<sup>49</sup>

Die Rechtsbeziehung zwischen Anleger zu KAG und KAG zu Depotbank lässt sich folgendermaßen ausdrücken:

Durch den Erwerb von Investmentanteilen schließt der Anleger mit der KAG einen Anlagevertrag ab, wodurch die KAG im Rahmen der Geschäftsbesorgung zur Verwaltung des Sondervermögens bzw. des Fonds verpflichtet ist.<sup>50</sup> Des Weiteren schließt die KAG mit der Depotbank einen Depotbankvertrag ab. Dabei besteht weitgehend Einigkeit, dass es sich um einen gemischttypischen Vertrag handelt. Denn zum einen sind Elemente eines auf einer Dienstleistung gerichteten Geschäftsbesorgungsvertrags nach § 611 BGB, § 675 BGB vorhanden und zum anderen liegen Elemente des Girovertrags gemäß § 676 ff. BGB und des Depotvertrags vor.<sup>51</sup> Auf diese Elemente wird bei Klärung der Aufgaben einer Depotbank in Abschnitt 3.3.4 genauer eingegangen.

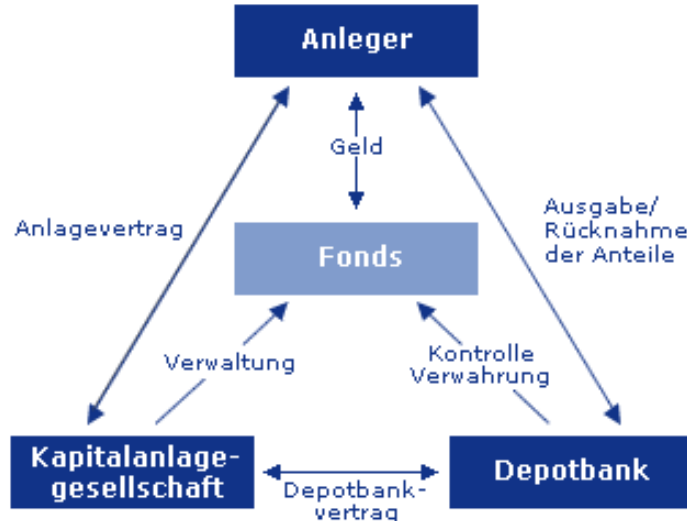


Abbildung 1: Investmentdreieck<sup>52</sup>

<sup>49</sup> Vgl. Klug, S. 9.

<sup>50</sup> Vgl. Nickel, S. 19.

<sup>51</sup> Vgl. Baur, Jürgen/ Ziegler, Thorsten [Baur/Ziegler]: Das Investmentgeschäft, in: Bank-Verlag Medien GmbH, 2. Auflage, Köln 2008, S. 42, Rdnr. 9/120.

<sup>52</sup> Quelle:

[http://www.allianzglobalinvestors.de/privatkunden/rund\\_um\\_ihre\\_anlage/fondswissen/investmentfonds\\_definition/gesetzliche\\_regelungen.html](http://www.allianzglobalinvestors.de/privatkunden/rund_um_ihre_anlage/fondswissen/investmentfonds_definition/gesetzliche_regelungen.html) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).

Siehe Anlage V.

### 3.3.2 Immobiliensondervermögen

Das erworbene Geld und die damit angeschaffte Vermögenswerte bilden ein Sondervermögen.<sup>53</sup> Rechtsgrundlagen für das Immobiliensondervermögen sind im InvG die Allgemeinen Vorschriften für das Sondervermögen von §§ 30 bis 45 InvG sowie §§ 46 bis 65 InvG für Richtlinienkonforme Sondervermögen, sofern sich aus der speziellen Bestimmung über das Immobiliensondervermögen nach §§ 66 bis 82 InvG nichts anderes ergibt.<sup>54</sup>

Nach § 30 Abs. 1 InvG ist das Sondervermögen getrennt vom Vermögen der KAG zu halten und darf nicht für deren Schulden haften. Diese strikte Trennung dient vor allem dem Schutz der Anleger vor Verluste ihrer Gelder.<sup>55</sup> So dürfen die Vermögensgegenstände nach § 31 Abs. 5 InvG weder verpfändet, belastet oder zur Sicherung übereignet oder abgetreten werden.

Nach § 75 InvG ist von der Gestaltungsform allein die Treuhandlösung zulässig. D.h. dass die KAG juristischer Eigentümer des Sondervermögens wird und dass die schuldrechtlichen Ansprüche der Anleger durch ein Vertragsverhältnis mit der KAG gesichert und in Anteilsscheine verbrieft sind. Andere Sondervermögen können sich nach den Allgemeinen Vorschriften des § 30 Abs. 1 InvG im Miteigentum aller Anteilsscheine befinden, so genannte Miteigentumslösung.<sup>56</sup> Grund für die Abweichung der Allgemeinen Vorschriften ist, dass in Deutschland das Rechtsverhältnis an einem Grundstück im Interesse des Rechtsverkehrs offen gelegt werden muss, somit müssten die Anleger im Falle der Miteigentumslösung im Grundbuch als Miteigentümer eingetragen werden. Dies wäre nicht praktikabel, da jeder Anteilswechsel eine Grundbuchberichtigung erforderlich machen würde und bei jedem Neuerwerb wieder sämtliche beteiligte Anleger als Miteigentümer einzutragen wären. Hinzu kommt, dass eine Eintragung im Grundbuch

---

<sup>53</sup> Vgl. Grill/Perczynski, S. 242.

<sup>54</sup> Vgl. Nowak, S. 50.

<sup>55</sup> Vgl. Sparkassen RatgeberService, S. 15.

<sup>56</sup> Vgl. Nowak, S. 50.

nach § 29 GBO nur vorgenommen werden kann, wenn die erforderlichen Erklärungen für eine Eintragung durch öffentliche oder öffentlich-beglaubigte Urkunden nachgewiesen werden.<sup>57</sup> Eine direkte Beteiligung der Anleger an der KAG ist demnach nicht möglich, wodurch eine Einflussnahme auf die Geschäftstätigkeit und das Investmentgeschäft ausgeschlossen wird.

Ein wesentliches Merkmal der Immobiliensondervermögen ist das open-end Prinzip. Dies bedeutet zum einen unbeschränktes Sondervermögen und zum anderen Ausgabe von unbegrenzten Anteilsscheinen von der KAG sowie das verbürgte Recht nach § 37 Abs. 1 InvG, die Anteile jederzeit an die KAG zum aktuellen Anteilswert zurückgegeben zu können. Einschränkend dazu regelt § 37 Abs. 2 und § 81 InvG in Verbindung mit den Vertragsbedingungen, dass die KAG die Rücknahme der Anteile<sup>58</sup> in Ausnahmefälle z.B. bei Liquiditätsproblemen verweigern darf.<sup>59</sup> Zunächst wird der KAG gemäß den Vertragsbedingungen ein Rücknahmeaufschub zugestanden. Scheint nach Ablauf der Frist i.d.R. nach 3 bis 6 Monaten die Rücknahme der Anteile aus Liquiditätsgründen immer noch nicht möglich, muss die KAG mit Veräußerung der Vermögensgegenstände zu angemessenen Bedingungen beginnen. Der zur Verfügung stehende Zeitraum für die Veräußerung beträgt 1 Jahr ab Vorlage des Anteils zur Rücknahme und kann auf max. 2 Jahre ausgedehnt werden.<sup>60</sup>

### 3.3.3 Kapitalanlagegesellschaft

Kapitalanlagegesellschaften i.S.d. § 6 Abs. 1 InvG sind Unternehmen, deren Aufgabe es ist, das Investmentvermögen treuhänderisch zu verwalten. Primär ist darunter Kauf, Entwicklung und Verkauf von Immobilien zu verstehen. Darüber hinaus sind weitere Tätigkeiten des

---

<sup>57</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 8/9.

<sup>58</sup> Vgl. Nowak, S. 50/51.

<sup>59</sup> Vgl. Gondring, S. 739.

<sup>60</sup> Vgl. Nowak, S. 51.

Immobilienmanagement wie Bestandsabwicklung, Mieterakquisition, Objektmanagement, Marketing und Research sowie der Vertrieb des Produktes erforderlich. Zudem übernimmt sie das Liquiditätsmanagement und sorgt im Falle hoher Mittelzuflüsse dafür, dass die Gelder zwischenzeitlich marktgerecht angelegt werden können.<sup>61</sup> Ferner ist sie nach § 36 Abs. 1 S. 2 InvG zur Ermittlung des Sondervermögens verpflichtet oder hat unter Beteiligung der Depotbank zumindest mitzuwirken.<sup>62</sup> Dennoch erlaubt § 16 InvG die Auslagerung von einzelnen Bereichen.

Für die Rechtsform der KAG kommt ausschließlich eine Aktiengesellschaft (AG) oder eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) in Frage.<sup>63</sup>

### 3.3.4 Depotbank

Stellung und Aufgaben einer Depotbank sind in §§ 20 bis 29 InvG geregelt. Nach § 20 Abs. 1 InvG hat die KAG ein Kreditinstitut als Depotbank zu beauftragen die ihren Sitz im Geltungsbereich dieses Gesetzes, d.h. im Inland (§ 1 InvG) hat und zum Einlagen- und Depotgeschäft im Rahmen des KWG zugelassen ist. Die Aufgaben der Depotbank sind Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheine (§ 23 InvG), Verwahrung der erworbenen Vermögensgegenständen (§ 24 Abs. 1 und 2 InvG), Überwachung der Immobilienbestände und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften (§ 24 Abs. 3) sowie die Abwicklung des Zahlungsverkehrs des Sondervermögens über extra eingerichteten und gesperrten Konten (§ 25 InvG). Darüber hinaus übt sie nach § 27 InvG Kontrollfunktionen aus und hat z.B. Sorge zu tragen, dass die Rücknahme der Anteile und die Anteilswertermittlungen ordentlich durchgeführt werden oder die Erträge gemäß den Vorschriften verwendet werden. Nach § 26 Abs. 1 InvG müssen einige Geschäfte von der Depotbank genehmigt

---

<sup>61</sup> Vgl. Klug, S. 9, 11.

<sup>62</sup> Vgl. Nowak, S. 73/74.

<sup>63</sup> Vgl. Klug, S. 9.

werden, so z.B. auch die Verfügungen über Immobilien. Diese zustimmungspflichtigen Geschäfte macht die Aufsichts- und Kontrollfunktion dieser Instanz nochmals deutlich.<sup>64</sup>

Durch die einzelnen Aufgaben der Depotbank kristallisieren sich die Elemente des gemischttypischen Vertrages mit der KAG heraus.

So handelt es sich z.B. bei der Verpflichtung zur Ausgabe und Rücknahme der Anteile, der Pflicht zur Kontrolle sowie bei der Zustimmung und Überwachung der Geschäfte um das Element der Geschäftsbesorgung.

Weiterhin wird durch das Führen der gesperrten Konten der Girovertrag deutlich und durch die Verwahrung der erworbenen Gegenstände der Depotvertrag.<sup>65</sup>

### 3.3.5 Sachverständigenausschuss

Der Sachverständigenausschuss übt nach § 77 Abs. 1 InvG die Bewertung der Vermögensgegenstände aus und ist somit für die Wertermittlung der Immobilien zuständig.<sup>66</sup> Nach § 77 Abs. 1 und 1a InvG besteht er aus 3 Sachverständigen die in ihrer Tätigkeit unabhängig sind und nach Abs. 2 angemessene Fachkenntnisse und ausreichende praktische Erfahrungen im Bereich der zu bewertenden Immobilienart und des jeweiligen regionalen Immobiliemarktes mitbringen müssen. Unabhängigkeit bedeutet hier, dass die Mitglieder des Sachverständigenausschusses in keinem Angestellten- oder geschäftsähnlichen Verhältnis zur KAG oder Depotbank stehen dürfen.<sup>67</sup> Die Sachverständigen werden von der KAG bestimmt und ihr Tätigkeitszeitraum ist zunächst auf 5 Jahre beschränkt, kann aber um jeweils ein weiteres Jahr verlängert werden, wenn die Einnahmen des

---

<sup>64</sup> Vgl. Nowak, S. 53/54.

<sup>65</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 42, Rdnr. 9/120.

<sup>66</sup> Vgl. Klug, S. 10.

<sup>67</sup> Vgl. Nowak, S. 57.

Sachverständigen in den vier Jahren, die dem letzten Jahr seines Tätigkeitszeitraums vorausgehen, im Durchschnitt 30 % seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben und er gegenüber der KAG eine entsprechende Erklärung abgibt (§ 77 Abs. 2 S. 4 InvG).<sup>68</sup> Im rechtlichen Sinn kann man ihr Verhältnis als Geschäftsbesorgungsvertrag mit Werkvertragscharakter (§ 631, § 675 BGB) bezeichnen, womit der Sachverständige beim Nachweis fehlerhafter Bewertung dem Sondervermögen zum Schadensersatz verpflichtet ist.<sup>69</sup>

Die Bewertung der Immobilien hat mindestens einmal im Jahr, über das Geschäftsjahr verteilt zu erfolgen.<sup>70</sup>

### 3.3.6 Aufsichtsrat

Dass eine KAG ein solches Kontrollorgan errichten muss ergibt sich für die Rechtsform der AG aus dem Aktiengesetz (§ 33ff. § 95ff. AktG) und bei der GmbH aus § 6 Abs. 2 InvG. Nach dem GmbHG ist die Bestellung eines AR freiwillig es sei denn, dass es durch ein anderes Gesetz vorgeschrieben ist. Dies ist durch das InvG geschehen. Dabei verweist § 6 Abs. 2 InvG bezüglich der Zusammensetzung sowie der Rechte und Pflichten des AR auf das AktG. Mit der Bestellung eines AR wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der KAG beträchtliche Gelder anvertraut sind und die Anleger keinen Einfluss auf die Geschäftsführung haben. Deshalb soll der AR die Geschäftstätigkeit im Interesse der Anteilseigner überwachen.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 54, Rdnr. 9/158.

<sup>69</sup> Vgl. Nowak, S. 58.

<sup>70</sup> Vgl. Klug, S. 10.

<sup>71</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 34, Rdnr. 9/96.

### **3.3.7 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht**

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ist eine rechtsfähige bundesunmittelbare Anstalt des öffentlichen Rechts und dem Bundesministerium der Finanzen untergeordnet.<sup>72</sup> Es überprüft die Einhaltung der Vorschriften des InvG und KWG sowie der Vertragsbedingungen der einzelnen Gesellschaften.<sup>73</sup>

## **3.4 Die Grundsätze der Investition**

Das Vermögen eines offenen Immobilienfonds setzt sich aus dem Grundstücksvermögen und dem sonstigen Vermögen zusammen.

### **3.4.1 Grundstücksvermögen**

Zu dem Grundstücksvermögen zählen die in § 67 InvG genannten Vermögensgegenstände.<sup>74</sup> Dies sind vor allem die in Abs. 1 besagten Vermögensgegenstände wie Mietwohngrundstücke (§ 75 Abs. 2 BewG), Geschäftsgrundstücke (§ 75 Abs. 3 BewG) und gemischt genutzte Grundstücke (§ 75 Abs. 4 BewG) sowie Grundstücke im Zustand der Bebauung und unbebaute Grundstücke die für eine baldige Bebauung bestimmt und geeignet sind, sofern sie beide je 20% des Sondervermögens nicht übersteigen. Darüber hinaus sind unter den Bedingungen von § 67 Abs. 1 Nr. 1-3 auch Erbbaurechte an Grundstücken zugelassen.<sup>75</sup>

Unter den Voraussetzungen von Abs. 2 wäre auch ein Erwerb von anderen Grundstücken die nicht durch Abs. 1 abgedeckt sind wie z.B. Ein- und Zweifamilienhäuser, Schulgebäude, Sporthallen und Sozialimmobilien möglich. Sowie der Erwerb von anderen Erbbaurechten, Wohnungs- und

---

<sup>72</sup> Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management e.V.: Investment 2009 - Daten, Fakten, Entwicklungen, o.O. 2009, [BVI, Investment 2009] S. 16.

<sup>73</sup> Vgl. Klug, S. 10.

<sup>74</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 81, Rdnr. 9/227.

<sup>75</sup> Vgl. Nowak, S. 58/59.



Teilerbbaurechte und Rechte in Form des Wohnungs- und Teileigentums.<sup>76</sup>

Außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) gelten für den Vermögenserwerb Einschränkungen welche in § 67 Abs. 3 InvG genannt sind. So müssen die Vertragsbedingungen den Erwerb vorsehen, wobei die jeweiligen Staaten mit deren prozentualen Anteile anzugeben sind. Des Weiteren muss eine angemessene regionale Streuung, die Übertragbarkeit der ausländischen Vermögensgegenstände, der freie Kapitalverkehr sowie die Wahrnehmung der Rechte und Pflichten der Depotbank gewährleistet sein. Nach § 67 Abs. 4 InvG dürfen lediglich 30 % des Sondervermögens einem ungesicherten Währungsrisiko unterliegen, weshalb bei Fonds mit hohem Immobilienanteil aus Drittstaaten Währungssicherungsgeschäfte abgeschlossen werden müssen.<sup>77</sup>

Für die Risikomischung nach § 73 InvG gilt, dass eine neue zu erwerbende Immobilie 15 % des Werts des Sondervermögens nicht überschreiten darf und Immobilien deren einzelner Wert 10 % des Sondervermögens übersteigt einen Höchstanteil von zusammen insgesamt 50 % des Werts des Sondervermögens betragen darf (§ 73 Abs. 1 InvG).

Ebenso sind nach § 68 InvG Beteiligungen an Immobiliengesellschaften möglich und somit der Erwerb von indirektem Immobilienbesitz.<sup>78</sup> Derartige Immobiliengesellschaften dürfen aber nur solche Vermögensgegenstände erwerben, die auch direkt von einer KAG erworben werden können.<sup>79</sup> Vor allem beim Erwerb von Auslandsimmobilien kann es aus steuerlichen Gründen vorteilhafter sein die Immobilie mittelbar über eine Gesellschaft zu erwerben. Der Wert von einer Immobiliengesellschaft erworbene Vermögensgegenstände darf 49 % des Immobiliensondervermögens nicht überschreiten, wobei

---

<sup>76</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 81, Rdnr. 9/229.

<sup>77</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 81/82, Rdnr. 9/230.

<sup>78</sup> Vgl. Nowak, S. 66.

<sup>79</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 81, Rdnr. 9/228.

Immobilien-gesellschaften an der die KAG zu 100 % des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist nicht angerechnet werden müssen. (§ 68 Abs. 6 S. 1 und 2 InvG).

### 3.4.2 Sonstiges Vermögen

Das sonstige Vermögen dient der Liquiditätsanlage,<sup>80</sup> welche nach § 80 Abs. 1 Nr. 1-4 in Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, Investmentanteile und Wertpapieren erfolgen kann. Zu unterscheiden ist dabei die von dem Sondervermögen zu haltende Mindestliquidität und Höchstliquidität. Der Mindestbetrag an liquiden Mitteln entspricht 5 % des Wertes des Sondervermögens und muss täglich verfügbar sein. Wird dieser Mindestbetrag erreicht kann die KAG die Anteilsrücknahme verweigern.<sup>81</sup> Als Höchstbetrag sind 49 % des Sondervermögens vorgeschrieben von der die Mittel für die laufende Bewirtschaftung, die nächsten Ausschüttung und die zur Erfüllung von Verbindlichkeiten gebundenen Mittel abzuziehen sind (§ 80 Abs. 2 InvG).<sup>82</sup> Allerdings gilt die Höchstliquiditätsgrenze nur für Immobiliensondervermögen deren Auflegung länger als 4 Jahre zurückliegt (§ 74 InvG). Neu aufgelegte Fonds können höhere Liquiditätsanteile aufweisen, um die Möglichkeit zu haben ohne zeitlichen Druck geeignete Immobilien akquirieren zu können.<sup>83</sup> Zur Verdeutlichung werden die für offene Immobilienfonds zulässige Anlagegegenstände und deren Anlagegrenzen in nachfolgender Tabelle zusammenfassend dargestellt.

---

<sup>80</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 82, Rdnr. 9/233.

<sup>81</sup> Vgl. Klug, S. 10.

<sup>82</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 82, Rdnr. 9/234.

<sup>83</sup> Vgl. Gondring, S. 737.

Tabelle 1: Anlagegegenstände und Anlagegrenzen von offenen Immobilienfonds<sup>84</sup>

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität	Mind. 5% des Sondervermögens
Maximalliquidität	Max. 49% des Sondervermögens
Einzelobjektanteil zum Erwerbszeitpunkt	Max. 15% des Sondervermögens
Grundstücke im Zustand der Bebauung	Max. 20% des Sondervermögens
Unbebaute Grundstücke	Max. 20% des Sondervermögens
Erbbaurechte	Max. 15% des Sondervermögens
Bestellung von Erbbaurechten	Max. 10% des Sondervermögens
Minderheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften	Max. 20% des Sondervermögens
Ungesichertes Währungsrisiko	Max. 30% des Sondervermögens

### 3.5 Kreditaufnahme

Das Immobiliensondervermögen kann nach § 53 InvG kurzfristige Kredite in Höhe von 10 % des Sondervermögens und nach § 80 a S. 1 InvG langfristige Kredite in Höhe von 50 % des Sondervermögens aufnehmen. Eine Kreditaufnahme zur Finanzierung der Anteilsrückgabe ist allerdings unzulässig.<sup>85</sup>

### 3.6 Aktuelle Situation von offenen Immobilienfonds

Geschlossen und "beschossen". Genau dieser Satz passt derzeit auf offene Immobilienfonds, die aufgrund ihrer momentanen Schiefelage entsprechend viel Kritik ernten.<sup>86</sup>

Denn auch offene Immobilienfonds sind im Zuge der Finanzkrise in Liquiditätsengpässe geraten<sup>87</sup> und seit Oktober 2008 verwehrt eine Vielzahl von ihnen, den Anlegern den Zugriff auf ihr Vermögen. Zwölf

<sup>84</sup> Quelle: Rehkugler/Sotelo in: Rehkugler, S. 15.

<sup>85</sup> Vgl. Baur/Ziegler, S. 83. Rdnr. 9/236.

<sup>86</sup> Vgl. Manager-Magazin.de 06.10.2009, „geschlossen, beschossen - entschlossen?“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VI.

<sup>87</sup> Vgl. Börsen Zeitung, Ausgabe 195 v. 10.10.2009, S. B1.

Immobilienfonds mussten vergangenen Oktober Ihre Pforten schließen.<sup>88</sup> Zeitweise waren mehr als 30,0 Mrd. € an Anlegergelder eingefroren.<sup>89</sup> Verunsichert durch die Marktbewegungen wollten viele Anleger,<sup>90</sup> vor allem größere Anleger und Vermögensverwalter ihre Anteile zurückgeben, summa summarum 5,1 Mrd. € wurden innerhalb weniger Tage abgezogen.<sup>91</sup> Doch so schnell wie Anteile zurückgegeben wurden, konnten Immobilien nicht zu Geld gemacht werden,<sup>92</sup> den betroffenen Fonds gingen die liquiden Mittel aus und die Anteilsrücknahme wurde eingestellt.

Schon Ende 2005 als erstmals ein offener Immobilienfonds geschlossen werden musste, hatte sich die Branche selbst verpflichtet, künftig keine institutionellen Gelder mehr in Publikumsfonds anzulegen. Doch Verstöße führten erneut zur Krise und Anbieter wehrten sich mit dem Argument, dass die Herkunft des Geldes nicht kontrolliert werden könne.<sup>93</sup> Um offene Immobilienfonds im Hinblick auf Liquidität und Rückgabe zukunftsfähig und wetterfest zu machen fordert der BVI nun, dass institutionelle Anleger bei den Publikumsfonds eine gesetzliche Kündigungsfrist von 12 Monaten einzuhalten haben. Weiterhin soll die KAG bestimmen können, dass bei Rückgaben von 5 % des Fondsvermögens innerhalb von 30 Tagen weitere Rückgaben nur mit einer Kündigungsfrist von 90 Tagen möglich sind und die KAG optional auch strengere Kündigungsfristen vereinbaren kann.<sup>94</sup> Zu guter Letzt sollen Auszahlungspläne auch bei Aussetzung der Anteilsrücknahme weiter bedient werden, wenn es im Rahmen einer

---

<sup>88</sup> Vgl. Manager Magazin 10/09, S. 143.

<sup>89</sup> Vgl. Handelsblatt.com v. 16.01.2010, „Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff“, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/neuregelung-fonds-bekommen-mittelabfluesse-in-den-griff;2513272> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).  
Siehe Anlage VII.

<sup>90</sup> Vgl. Manager Magazin 10/09, S. 143.

<sup>91</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S. 12/13.

<sup>92</sup> Vgl. Börsen Zeitung, Ausgabe 195 v. 10.10.2009, S. B1.

<sup>93</sup> Vgl. Handelsblatt.com v. 16.01.2010, „Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff“, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/neuregelung-fonds-bekommen-mittelabfluesse-in-den-griff;2513272> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).  
Siehe Anlage VII.

<sup>94</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S. 13

ordnungsgemäßen Bewirtschaftung möglich ist.<sup>95</sup> Diese Forderungen sollte nach Meinung des BVI schnell ins InvG übernommen werden.<sup>96</sup> Um dem Argument, dass die Herkunft des Geldes nicht kontrollierbar ist entgegenzuwirken, soll die Depotbank in Zukunft Auskunft darüber geben können, ob eine Privatperson oder ein institutioneller Investor Geld anlegt.

Ganz in die Normalität sind die offenen Immobilienfonds noch nicht zurückgekehrt, derzeit stecken noch gut 8,0 Mrd. € in fünf Fonds fest.<sup>97</sup> Doch die meisten Fonds die vorübergehend schließen mussten sind wieder offen und zeigen sich stabil.<sup>98</sup>

Doch als ob Liquiditätsengpässe nicht reichen würden, haben offene Immobilienfonds derzeit noch mit einem weiteren zu kämpfen. Denn am 23. Juli 2009 gab das Investmenthouse Morgan Stanley Real Estate,<sup>99</sup> zum ersten Mal in der Geschichte der offenen Immobilienfonds,<sup>100</sup> aufgrund kollabierender Immobilienpreise eine Abwertung von fast 14 % ihres Fonds P2 Value bekannt und Anleger verloren auf einen Schlag fast 14 % ihres investierten Vermögens.<sup>101</sup> Doch Morgan Stanley Real Estate war nicht das einzige Investmenthaus, das in den vergangenen Monaten<sup>102</sup> eine Korrektur der Buchwerte im Immobilien-sondervermögen<sup>103</sup> bekannt geben musste. Ähnliches geschah beim Euro ImmoProfil von iii-Investments und letztendlich im Februar 2010 mit dem

---

<sup>95</sup> Vgl. BVI v. 01.12.2009, „Fragen an Stefan Seip, Hauptgeschäftsführer BVI - Ist der offene Immobilienfonds noch zu retten?“ abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/presse/statements\\_und\\_interviews/seip\\_immofinanzDez09/IF23\\_23\\_Seip.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/statements_und_interviews/seip_immofinanzDez09/IF23_23_Seip.pdf). (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage II.

<sup>96</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S. 13.

<sup>97</sup> Vgl. Handelsblatt.com v. 16.01.2010, „Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff“, abrufbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/neuregelung-fonds-bekommen-mittelabfluesse-in-den-griff;2513272> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VII.

<sup>98</sup> Vgl. Börsen Zeitung, Ausgabe 177 v. 16.09.2009, S. 20.

<sup>99</sup> Vgl. Manager Magazin 10/09, S. 143.

<sup>100</sup> Vgl. Welt am Sonntag Nr. 7 v. 14.02.2010, S. 40.

<sup>101</sup> Vgl. Manager Magazin 10/09, S. 143.

<sup>102</sup> Vgl. Welt am Sonntag Nr. 7 v. 14.02.2010, S. 40.

<sup>103</sup> Vgl. Manager-Magazin.de 06.10.2009, „geschlossen, beschossen - entschlossen?“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VI.

Degi Global Business Fonds von Aberdeen Immobilien, bei dem eine Rekordabschreibung von insgesamt 21,6 % vorgenommen werden musste.<sup>104</sup>

## 4. Geschlossene Immobilienfonds

### 4.1 Definition

Unter einem geschlossenen Immobilienfonds ist eine Gesellschaft zu verstehen, deren Geschäftszweck auf die Errichtung, Erwerb und Verwaltung von ein oder mehreren Immobilien ausgerichtet ist und dessen Investitionsvolumen im Voraus feststeht.<sup>105</sup> Investiert wird in Gewerbeimmobilien wie Büro- und Einzelhandelsimmobilien, Logistik-, oder Wohnimmobilien,<sup>106</sup> aber auch in Senioreneinrichtungen, Hotels, oder Kinos.<sup>107</sup> Die Finanzierung erfolgt meist über langfristiges Fremdkapital und von den Kapitalanlegern aufgebracht Eigenkapital welches öffentlich zur Zeichnung angeboten wird. Sobald das erforderliche Eigenkapital platziert ist, wird der Fonds wie sein Name bereits sagt geschlossen und weitere Investoren finden keinen Zugang mehr. Man spricht deshalb auch vom „closed-end Fonds“.<sup>108</sup> Nach Ablauf der vorher festgelegten Laufzeit erfolgt die Liquidierung des Fonds.<sup>109</sup> Kennzeichnend ist, dass mit Initiierung des Fonds festgelegt wird in welche konkreten Immobilien investiert werden.<sup>110</sup> Je nachdem ob der

---

<sup>104</sup> Vgl. Welt am Sonntag Nr. 7 v. 14.02.2010, S. 40.

<sup>105</sup> Vgl. Bullinger, Ralph in: Gondring, Hanspeter/ Lammel, Eckhard [Gondring/Lammel]: Handbuch Immobilienwirtschaft, in: Dr. Th. Gabler GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2001, S.764.

<sup>106</sup> Vgl. Pilz, Gerald [Pilz]: Immobilienaktien und REITs - Investmentchancen für Anleger, in: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München 2007, S. 45.

<sup>107</sup> Vgl. Pelikan, Edmund [Pelikan]: Chancen mit geschlossenen Fonds, in: GWV Fachverlag GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2007, S. 49.

<sup>108</sup> Vgl. Bullinger, Ralph in: Gondring/Lammel, S.764.

<sup>109</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte, Karl-Werner/ Bone-Winkel, Stephan/ Thomas, Matthias/ u.a. [Schulte/Bone-Winkel/Thomas]: Handbuch Immobilieninvestition, in: Immobilien Manager Verlag, 2. Auflage, Köln 2005, S. 153.

<sup>110</sup> Vgl. Strunkheide S. 18.

Fonds in ein oder mehrere Objekte investiert, wird er als „One-Property-Fonds“ oder „Multi-Property-Fonds“ bezeichnet.<sup>111</sup>

Der Kapitalanleger zeichnet eine bestimmte Summe an einem oder mehreren vorher definierten Immobilienprojekten und partizipiert anteilmäßig, je nach Höhe seiner Beteiligungen, an den Erträgen der Gesellschaft.<sup>112</sup> Der Anleger trägt jedoch als Unternehmer auch die sich daraus ergebenden Risiken.<sup>113</sup>

### 4.2 Gesellschaftsrechtliche Gestaltung

In welcher Gesellschaftsform ein geschlossener Immobilienfonds geführt werden muss ist gesetzlich nicht vorgeschrieben.<sup>114</sup> Um den Investor aber wirtschaftlich und steuerlich wie einen Immobilieneigentümer zu stellen<sup>115</sup> und den erwünschten Durchfluss des ertragssteuerlichen Ergebnisses bis zum Anleger selbst zu ermöglichen,<sup>116</sup> handeln geschlossene Fonds i.d.R. in der Rechtsform der Personengesellschaft, d.h. einer KG oder GbR.<sup>117</sup> Die Rechtsprechung richtet sich dabei nach den Allgemeinen Vorschriften des Gesellschaftsrechts. Die Gesellschaftsform der Kapitalgesellschaft scheidet deshalb aus, da Gewinne einer AG oder GmbH der Gewerbesteuer unterliegen würden.<sup>118</sup> Aufgrund fehlender enger und persönlicher Bindung der Gesellschafter untereinander und der kapitalistischen Struktur der Fondsgesellschaften werden sie zunehmend auch als Publikumsgesellschaften bezeichnet.<sup>119</sup>

---

<sup>111</sup> Vgl. Gondring/ Lammel, S.777.

<sup>112</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 91.

<sup>113</sup> Vgl. Pilz S. 45.

<sup>114</sup> Vgl. Gondring, S. 717.

<sup>115</sup> Vgl. Gondring/ Lammel, S.764.

<sup>116</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 157.

<sup>117</sup> Vgl. Gondring/ Lammel, S.764.

<sup>118</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 96.

<sup>119</sup> Vgl. Gondring/ Lammel, S.764/765.

#### 4.2.1 Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts

Die Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) auch BGB-Gesellschaft genannt ist das Urgestein aller Personengesellschaften im deutschen Recht. Die Rechtsgrundlage findet sich in § 705 ff. BGB. Der gemeinsame Zweck, welchen § 705 BGB vorschreibt, liegt bei einem geschlossenen Immobilienfonds beim Erwerb bzw. Errichtung sowie der Verwaltung, Vermietung, Verpachtung und Verwertung bestimmter Immobilienobjekte.<sup>120</sup> Die GbR ist nicht rechtsfähig, weshalb die Gesellschafter selbst und nicht die Gesellschaft als Eigentümer ins Grundbuch eingetragen werden.<sup>121</sup> Der Anleger haftet bei dieser Gesellschaftsform unbeschränkt, d.h. auch mit seinem Privatvermögen. Reicht das Gesellschaftsvermögen zur Begleichung der Schulden nicht aus, haften die Gesellschafter im Verhältnis ihres Anteils am Fonds. Kann ein Gesellschafter den auf ihn entfallenden Anteil nicht einzahlen, haben dies die übrigen Gesellschafter ganz nach dem Motto<sup>122</sup> „einer haftet für alle, alle haften für einen“ im gleichen Verhältnis aufzubringen (§ 735 BGB). Vielfach wird jedoch versucht die gesamtschuldnerische Haftung durch entsprechende Verträge auf die jeweilige Einlage zu begrenzen.<sup>123</sup> Der Vorteil einer unbeschränkten Haftung liegt in der verbesserten Kreditwürdigkeit der Gesellschaft, was bei einem hohen Fremdfinanzierungsanteil von Bedeutung sein kann.<sup>124</sup>

#### 4.2.2 Die Kommanditgesellschaft

Eine Kommanditgesellschaft ist eine Gesellschaft, deren Zweck auf den Betrieb eines Handelsgewerbes unter gemeinschaftlicher Firma ausgerichtet ist<sup>125</sup> und aus einer oder mehreren Personen besteht, die für

---

<sup>120</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 25.

<sup>121</sup> Vgl. Gondring, S. 718.

<sup>122</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 96/97.

<sup>123</sup> Vgl. Pelikan, S. 39.

<sup>124</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 96.

<sup>125</sup> Vgl. Gondring, S. 720.



die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haften. Man unterscheidet zwei Arten von Gesellschaftern. Zum einen den Komplementär der voll also unbeschränkt haftet und zum anderen den Kommanditist der nur beschränkt in Höhe seiner Kapitaleinlage haftet.<sup>126</sup>

Die Rechtsgrundlage zur KG findet sich in § 161 ff. HGB. Da KGs als Sonderform der Offenen Handelsgesellschaft (OHG) gelten, gilt zudem § 105 ff. HGB sowie die Vorschriften über die GbR nach § 705 ff. BGB.

KGs üben kein Grundhandelsgewerbe aus. Um sich dennoch die Eintragung und Rechtsform zu sichern, muss die Gesellschaft ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb nachweisen.

Die Geschäftsführung und Vertretung obliegt den Komplementären, dennoch haben die Kommanditisten bei außergewöhnlichen Geschäften, der Aufnahme und Ausschluss von Gesellschaftern und der Auflösung der Gesellschaft ein Mitbestimmungsrecht.<sup>127</sup> Die Anleger beteiligen sich als Kommanditisten und ihr Risiko ist nach Zahlung der Einlage auf diese beschränkt. Darüber hinausgehende Nachschüsse sind bei Gesellschaftsverlusten ausgeschlossen. Doch während der Verlustphase gilt, dass bereits erhaltene Ausschüttungen Rückzahlungen der Gesellschaftseinlage an die Kommanditisten gleich stehen und somit als nicht voll geleistete Einlage gelten. In solchen Fällen kann es deshalb zu einem beschränkten Wiederaufleben der Haftung nach § 172 Abs. 4 HGB kommen.

Für gewöhnlich sind Komplementäre, Kommanditisten und die KG im Handelsregister einzutragen. Bei einem geschlossenen Immobilienfonds werden die Kommanditisten i.d.R. nicht eingetragen, vielmehr wird ein Treuhänder bestellt der allein als Kommanditist ins Handelsregister eingetragen wird.<sup>128</sup> Der Anleger wird zum Treugeber und ihr Verhältnis regelt ein Treuhandvertrag.<sup>129</sup> Grund hierfür ist die Verwaltungsvereinfachung die wiederum zu Kosteneinsparungen führt und

---

<sup>126</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 97/98.

<sup>127</sup> Vgl. Gondring, S. 720.

<sup>128</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 97/98.

<sup>129</sup> Vgl. Pelikan, S. 29.

die einfachere Abwicklung des Zweitmarktes, da ein Gesellschafterwechsel nicht im Handelregister vollzogen werden muss. Der Anleger erhält jedoch ein Wahlrecht zwischen der Eintragung ins Handelsregister und der Treuhandlösung. Bei einem Treuhändereintrag muss jedoch die Möglichkeit eines jederzeitigen Direkteintrages gegeben sein.<sup>130</sup>

Die GmbH & Co. KG ist die gebräuchlichste Rechtsform, da sie die steuerlichen Vorteile einer Personengesellschaft mit den haftungsrechtlichen Begrenzungen einer Kapitalgesellschaft verbindet.<sup>131</sup> Dabei wird eine GmbH als einzige Komplementärin eingesetzt und die Haftung faktisch auf das Stammkapital der GmbH begrenzt.<sup>132</sup> Gesellschafter sind die Initiatoren oder die KG selbst. Die GmbH & Co. KG gilt im Steuerrecht als gewerblich orientierte Personengesellschaft nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG und erzielt damit Einkünfte aus dem Gewerbebetrieb.<sup>133</sup> Folglich würden die Gewinne der Gesellschaft der Gewerbesteuer unterliegen. Zur Sicherung der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung (§ 21 EStG) wird deshalb eine Modifikationsmöglichkeit genutzt und einer der Kommanditisten wird zur Geschäftsführung bestellt.<sup>134</sup>

Abbildung 2 verdeutlicht die Konstruktion eines geschlossenen Immobilienfonds und seine Beteiligten in der Rechtsform der KG.

---

<sup>130</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 97/98.

<sup>131</sup> Vgl. Gondring, S. 724.

<sup>132</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 97/98.

<sup>133</sup> Vgl. Gondring, S. 724.

<sup>134</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 97/98.

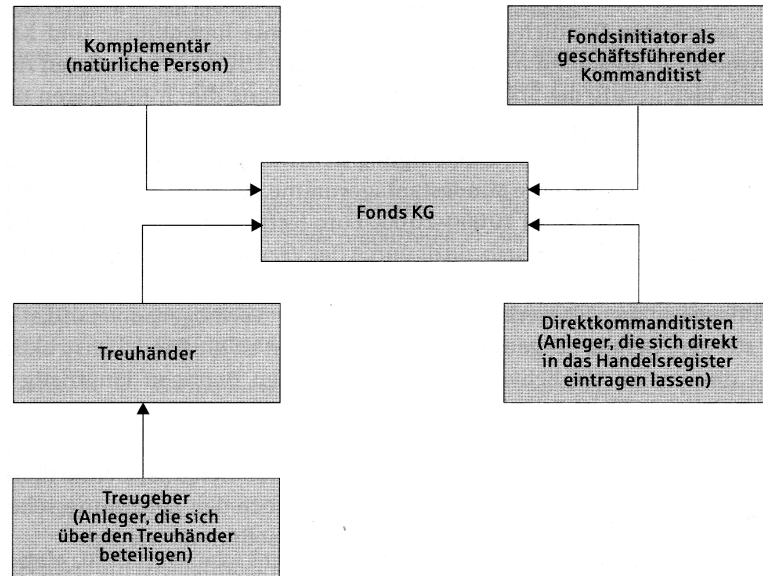


Abbildung 2: KG Konstruktion eines geschlossenen Immobilienfonds<sup>135</sup>

### 4.3 Fondsvarianten

Bei einem geschlossenen Immobilienfonds kann zwischen verschiedenen Fondskonzeptionen unterschieden werden, die im folgenden Abschnitt näher erläutert werden.<sup>136</sup>

#### 4.3.1 Finanzierung der Gesellschaft

**Eigenkapitalfonds:** Bei dieser Variante werden die benötigten Gelder in voller Höhe von den Gesellschaftern erbracht. Entweder kann der Anleger seine Einlage voll von seinen Eigenmitteln bestreiten oder über ein persönliches Darlehen ganz oder teilweise finanzieren. Die Absicherung des Darlehns kann nicht über eine Grundschuld zulasten des Gesellschaftsvermögens erfolgen, sondern muss durch anderweitige vorhandene Vermögensgegenstände abgesichert werden. In der Praxis werden oftmals die Gesellschafteranteile verpfändet. Zins und Tilgung

<sup>135</sup> Quelle: Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 99.

<sup>136</sup> Vgl. Kester-Haeusler-Stiftung v. 26.03.2009, „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VIII.

sind ebenfalls aus dem persönlichen Vermögen des Anlegers zu erbringen. Es besteht keine persönliche gesamtschuldnerische Haftung gegenüber den übrigen Gesellschaftern. Bei dieser Variante handelt es sich um eine Außenfinanzierung.

**Fremdkapitalfonds:** Bei einem Fremdkapitalfonds handelt es sich dagegen um eine Innenfinanzierung und findet derzeit bei den Investoren den größten Anklang. Dabei erbringen zum einen die Anleger ihre Einlage und zum anderen gewährt ein Kreditinstitut der Fondsgesellschaft ein Darlehen. In der Regel erfolgt die Aufteilung Eigenmittel zu Fremdmitteln hälftig.<sup>137</sup> Das Fremdkapital wird zur Steigerung der Rendite aufgenommen, da der Einsatz von Fremdkapital zum Leverage-Effekt führt.<sup>138</sup> Im Gegensatz zum Eigenkapitalfonds, erfolgt die Absicherung des Darlehens grundpfandrechtlich an dem Gesellschaftsvermögen.<sup>139</sup>

### 4.3.2 Anlageziele des Gesellschafters

**Steuerorientierte Fonds:** Charakteristisch für den steuerorientierten Fonds ist, dass in der Investitionsphase hohe negative steuerliche Anlaufergebnisse und in der Mietphase niedrige steuerliche Ergebnisse, durch den Fremdkapitaleinsatz, erzielt werden.<sup>140</sup> In den 90er Jahren boomten die geschlossenen Immobilienfonds. Viele beteiligten sich wegen den Steuervorteilen und beschäftigten sich kaum mit den Immobilien und den ggf. vorhandenen Vermietungsrisiken. Doch in letzter Zeit haben steuerorientierte Fonds harte Einschnitte hinnehmen müssen.<sup>141</sup> Letztendlich ist mit der rückwirkenden Einführung des § 15 b EStG, im

---

<sup>137</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 74/75.

<sup>138</sup> Vgl. Pelikan, S.50.

<sup>139</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 74/75.

<sup>140</sup> Vgl. Kester-Haeusler-Stiftung v. 26.03.2009, „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VIII.

<sup>141</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 158

Herbst 2005, keine Verlustzuweisung mehr möglich.<sup>142</sup> Genauer gesagt dürfen durch das Gesetz zur Beschränkung der Verlustverrechnung bei Steuerstundungsmodellen keine Anfangsverluste mehr mit anderen Einkünften verrechnet werden, sondern nur noch mit zukünftigen Erträgen aus derselben Einkunftsart.<sup>143</sup> Somit sind die Vorteile dieser Konzeption größtenteils weggefallen. Zielgruppe waren Anleger mit hoher Steuerprogression, die eine Steuerstundung erreichen wollten.<sup>144</sup>

**Ausschüttungs- oder renditeorientierte Fonds:** Die mittlerweile eingeschränkte Sonderabschreibungsmöglichkeit sowie beschränkte Verrechnungsmöglichkeit von negativen Einkünften mit positiven Einkünften einer anderen Einkunftsart<sup>145</sup> führte dazu, dass ausschüttende- bzw. renditeorientierte Fonds immer mehr an Bedeutung gewannen.<sup>146</sup> Neu war der Gedanke, die Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds nicht nur aus steuerlichen Überlegungen zu tätigen, sondern neben der Rendite sollte auch die Immobilienentwicklung<sup>147</sup> und Vermögensdiversifizierung im Vordergrund stehen.<sup>148</sup> Besonderes Merkmal liegt bei den teilweisen steuerfreien und weitgehend auch inflationsgeschützten Ausschüttungen. Als Zielgruppe kommen nicht nur Spitzenverdiener, sondern auch gut verdienende Anleger in Frage.<sup>149</sup>

### 4.3.3 Einkunftsart

**Anlageimmobilien:** Unter Anlageimmobilien sind wohnwirtschaftlich oder gewerblich genutzte Immobilien zu verstehen wie z.B. Bürogebäude,

---

<sup>142</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 76.

<sup>143</sup> Vgl. Zitelmann, Rainer [Zitelmann]: Vermögen bilden mit Immobilien, in: Rudolf Haufe Verlag GmbH & Co. KG, 2.Auflage, München 2008, S. 147.

<sup>144</sup> Vgl. Kester-Haeusler-Stiftung v. 26.03.2009, „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VIII.

<sup>145</sup> Vgl. Gondring, S. 724.

<sup>146</sup> Vgl. Gondring, S. 728.

<sup>147</sup> Vgl. Rohmert in: Moritz, S. 237

<sup>148</sup> Vgl. Pelikan, S. 11.

<sup>149</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 76.

Einkaufszentren, Lagerhallen oder Gewerbeparks. Die Mietverträge werden meist auf längere Zeit geschlossen und die Mieten sind an den Lebenshaltungsindex gekoppelt. Oft sind die Räume multi-funktional nutzbar, was das Problem der Weitervermietung deutlich mindert. Bei dieser Variante ist der Investor an einem langfristig gesicherten Ertrag sowie einem Wertzuwachs interessiert. Die Gesellschaft erzielt hinsichtlich der Einkunftsart Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG.

**Betreiberimmobilien:** Im Gegensatz zu den Anlageimmobilien übernimmt der Investor bei dieser Variante ein größeres Risiko, da zu der Grundmiete noch eine erfolgsabhängige Miete hinzukommt, die vom Umsatz des Betreibers bzw. Mieters abhängig ist. Folglich wirken sich erhebliche Umsatzeinbußen auch auf die Höhe der Miete aus. Der Anleger trägt somit ein unternehmerisches Risiko. Zudem kommt noch, dass Betreiberimmobilien meistens nicht multi-funktional nutzbar sind, sondern auf bestimmte Mieter zugeschnitten sind und damit ein Mieterwechsel mit erheblichen Kosten verbunden ist. Als Beispiele für Betreiberimmobilien können Hotels, Pflegeheime oder Kliniken genannt werden. Im Gegensatz zu den Anlageimmobilien erzielt dieser Fonds Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG.<sup>150</sup>

#### 4.3.4 Besondere Gestaltungsmöglichkeiten

**Blind Pool:** Bei einem Blind Pool weiß der Anleger zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht in welches Objekt oder in welche Objekte investiert werden. Es wird zunächst ein bestimmter Geldbetrag gesammelt und bei vollständiger Zeichnung des Blind Pool wird das Geld der Anleger kurzfristig verfügbar angelegt. Die Anlageentscheidung, welche Objekte gekauft werden, fällt das Fondsmanagement erst später. Bei dieser Variante muss dem Fondsmanagement großes Vertrauen

---

<sup>150</sup> Vgl. Gondring, S. 730/ 731.

entgegengebracht werden, da der Anleger die Objektqualität und Lage, welche bei Immobilieninvestitionen wichtige Kriterien sind, nicht beurteilen kann.

**Ansparfonds:** Der Ansparfonds zeichnet sich durch eine besondere Art der Finanzierung aus. Da der Anleger seine Fondsbeteiligung in kontinuierlichen Raten über mehrere Jahre hinweg erbringt, ist zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung keine oder nur eine geringe Anfangsleistung zu erbringen. Es handelt sich hierbei um eine Innenfinanzierung und neben den Raten wird auch die einbehaltene Ausschüttung in Eigenkapital umgewandelt. Das Risiko liegt in der Bonität der Anleger, denn fallen ein oder mehrere Anleger aus kann die ganze Konzeption zusammenbrechen.

**Hamburger Modell:** Dieses Modell findet kaum noch Anwendung und kann nur begrenzt als geschlossener Immobilienfonds angesehen werden. Die Anleger schließen sich zu einer Bauherrengemeinschaft zusammen um gemeinsam eine Immobilie zu errichten.<sup>151</sup> Nach Fertigstellung des Objekts erfolgt die Umwandlung des Gesellschaftseigentums in Sondereigentum<sup>152</sup> und jedem Anleger wird eine Wohneinheit übereignet. Der geschlossene Immobilienfonds besteht nur solange bis die Aufteilung in das Sondervermögen nach dem Wohnungseigentumsgesetz (WEG) beschlossen ist.<sup>153</sup>

**Immobilienleasingfonds:** Sind Fonds die ihre Immobilien nicht vermieten, sondern Leasingverträge mit den Leasingnehmer oder Nutzern abschließen.<sup>154</sup> Die Geschäfte werden größtenteils über separate Objektgesellschaften abgewickelt, deren gesamte Geschäftsanteile im

---

<sup>151</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 76-79.

<sup>152</sup> Vgl. Kester-Haeusler-Stiftung v. 26.03.2009, „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VIII.

<sup>153</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 76-79.

<sup>154</sup> Vgl. Arndt/ Fischer in: Lüdicke/ Arndt S. 219.

Regelfall die Immobilienleasinggesellschaft hält. Meistens wird ein dinglich gesichertes Optionsrecht eingeräumt, so dass der Leasingnehmer nach Ablauf des Leasingvertrages die Möglichkeit hat, die Immobilie zu erwerben um so evtl. entstandene Wertsteigerungen realisieren zu können.<sup>155</sup>

**Modernisierungsfonds:** Modernisierungsfonds zeichnen sich durch eine hohe Fremdfinanzierungsquote und hohen negativen Anfangsergebnisse aus. Die Fremdfinanzierungsquote kann durchaus 80 % betragen, um ein anfängliches negatives Ergebnis von bis zu 400 % zu erzielen.<sup>156</sup> Beabsichtigt ist hier die Modernisierung von Altbauten, meistens Wohnhäuser und wurde vor allem in der Vergangenheit in den neuen Bundesländern angewandt. Mittlerweile findet diese Variante aber kaum noch Anwendung.<sup>157</sup>

---

<sup>155</sup> Vgl. Gondring, S. 723.

<sup>156</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 91.

<sup>157</sup> Vgl. Kester-Haeusler-Stiftung v.26.03.2009, „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VIII.



## 5. Der Vergleich

### 5.1 Anlagestrategien

#### a) Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds sind durch ihre Konzeption eher als sicherheitsorientierte Anlageform auszulegen. Diese Sicherheit erreicht man unter anderem durch Investitionen in großvolumige Objekte im In- und Ausland.<sup>158</sup> Nach Angaben des BVI besitzen lediglich ca. 24,7 % der Objekte einen Verkehrswert von unter 50 Mio. €. Die restlichen halten dagegen einen Verkehrswert von mind. 50 Mio. € bis über 200 Mio. €.<sup>159</sup> Vorwiegend sind es Büro-, Handels- und Gastronomieobjekte in großstädtischen Ballungsgebieten in erstklassigen Lagen und fast nie Wohnimmobilien, oder Spezialimmobilien wie z.B. Spaßbäder, Kurkliniken oder Musical Halls. Grund dafür ist, dass vor allem Spezialimmobilien mit hohen Risiken behaftet sind<sup>160</sup> und Wohnimmobilien im Gegensatz zu Gewerbeimmobilien eine geringere Rentabilität und rechtliche Beschränkungen aufweisen.<sup>161</sup> Auch Hotels sind aufgrund der schwierigen Drittverwendungsmöglichkeit und der damit verbundenen Risikoerhöhung nur eingeschränkt im Fokus eines offenen Immobilienfonds.<sup>162</sup>

---

<sup>158</sup> Vgl. Loritz, Karl-Georg/ Pfnür, Andreas [Loritz/Pfnür]: Der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland, Immobilienwirtschaftliche Forschungen in Theorie und Praxis Band 3, in: Peter Lang GmbH Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt a. Main 2006, S. 77/78.

<sup>159</sup> Vgl. BVI v. 15.06.2009, „Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter ausgebaut“, abrufbar unter <http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/pm150609.pdf> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage IX.

<sup>160</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 77/78.

<sup>161</sup> Vgl. Nowak, S. 60.

<sup>162</sup> Vgl. Gondring, S. 738.

## Der Vergleich

---

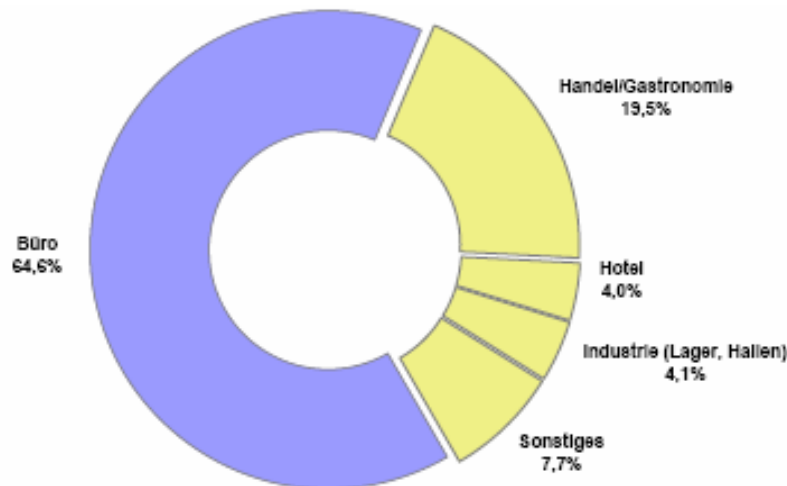


Abbildung 3: Nutzungsart der offenen Immobilienfonds<sup>163</sup>

Vorwiegen „leben“ offene Immobilienfonds von der Bestandserhaltung und der (gelegentlichen) Veräußerung ihrer Immobilien.<sup>164</sup> Die durchschnittliche Haltedauer der Immobilien beträgt bei der Fondsgesellschaft Union Investment ca. 15 bis 16 Jahre.<sup>165</sup> Aufgrund unvermeidbarer Projektentwicklungsrisiken, die durch die Planung und Konzeption solcher Objekte zwangsläufig entstehen, erstellen offene Immobilienfonds ihre Objekte fast nie selbst, sondern erwerben meist fertig entwickelte Immobilien.<sup>166</sup>

Durch Investitionen in zahlreiche Immobilien und der damit zusammenhängenden Risikodiversifizierung nach Region, Größe, Altersklasse, Nutzungsart und Mieter sind offene Immobilienfonds aufgrund ihrer geringen Volatilität ein idealer Baustein um innerhalb eines Portfolios Wertschwankungen anderer Anlageklasse auszugleichen.<sup>167</sup>

Diese positive Eigenschaft hat sich insbesondere in Krisenzeiten gezeigt. Denn offene Immobilienfonds erwirtschafteten im Jahr 2008, inmitten der

---

<sup>163</sup> Quelle: Vgl. BVI v. 15.06.2009, „Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter ausgebaut“, abrufbar unter <http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/pm150609.pdf> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage IX.

<sup>164</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 77/78.

<sup>165</sup> Vgl. Protokoll zum Kurzinterview mit Herrn Gutbrod, Siehe Anlage X.

<sup>166</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 77/78.

<sup>167</sup> Vgl. Börsen Zeitung, Ausgabe 177 v. 16.09.2009, S. 20

## Der Vergleich

Finanzkrise, eine Rendite von rund 4,7 % p.a. Dagegen verloren international anlegende Aktienfonds durchschnittlich -40,4 % an Wert.<sup>168</sup> Die Wertentwicklung von Renten-, Geldmarkt-, Mischfonds (Euro-Länder) sowie Rentenfonds Corporate Bonds, zeigt folgende Abbildung.

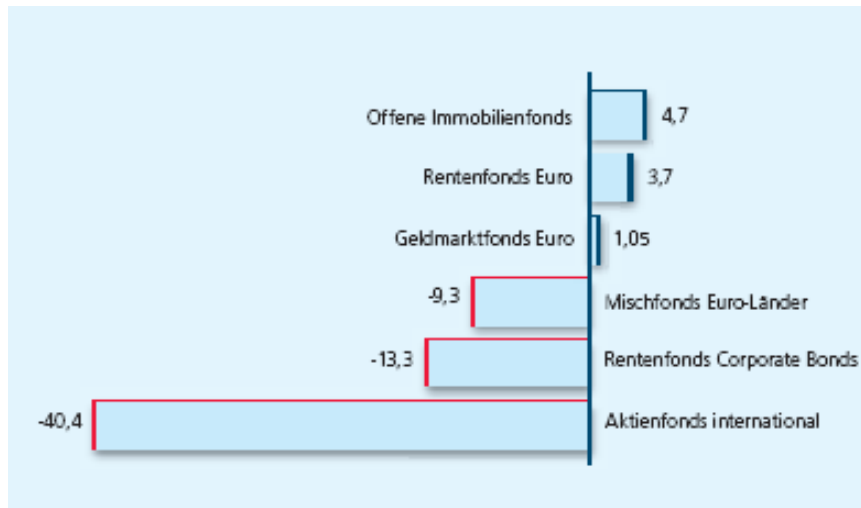


Abbildung 4: Performance verschiedener Fondsgruppen im Einjahres-Bereich in Prozent zum Stichtag Jahresultimo 2008<sup>169</sup>

Um auch die Chancen von ausländischen Märkten wahrzunehmen, haben offene Immobilienfonds, vor allem in den letzten Jahren, ihren Auslandsanteil stetig erhöht. Dieser stieg im Schnitt von 68,6 % (31. März 2008) auf 70,3 % (31. März 2009). Profitiert haben vor allem die außereuropäischen Länder, deren Anteil innerhalb eines Jahres von 9,7 % (im Jahr 2008) auf 12,3 % (im Jahr 2009) gewachsen ist. Vorwiegend wurde in den USA, Japan und Kanada investiert.<sup>170</sup>

Die Entwicklung des Auslandsanteils von 2004 bis 2009 zeigt nachstehende Abbildung.

<sup>168</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S.15/16.

<sup>169</sup> Quelle: BVI, Investment 2009, S.15.

<sup>170</sup> Vgl. BVI v. 15.06.2009, „Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter ausgebaut“, abrufbar unter <http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/pm150609.pdf> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage IX.

## Der Vergleich

---

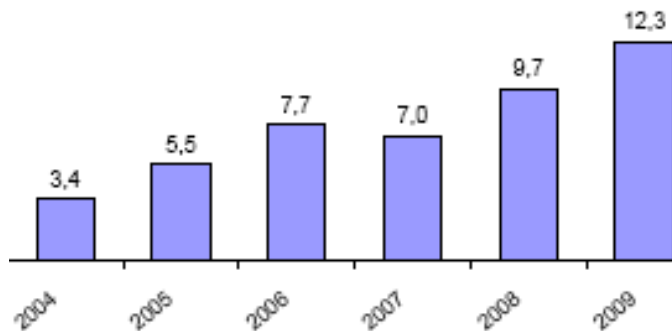


Abbildung 5: Entwicklung des Anteils außereuropäischer Länder in Prozent zum Stichtag 31. März 2009<sup>171</sup>

Gründe für die Auslandsinvestition sind sicherlich die Freibeträge sowie die oftmals niedrigeren Steuersätze in anderen Ländern. Die Erträge werden aufgrund des Doppelbesteuerungsabkommens (DBA) bereits im Belegenheitsland, d.h. in dem Land in dem die Immobilie liegt, besteuert.<sup>172</sup> Je nach Marktlage und nationalem Steuerrecht kann zudem auch der Einsatz von Fremdkapital vorteilhaft sein, da die Fremdkapitalzinsen die zu versteuernde Mieterträge senken.<sup>173</sup> Da eine Investition im Ausland, insbesondere außerhalb der Euro Zone, auch Risiken mit sich bringt, ist durch das InvG die Höhe des Fremdkapitaleinsatzes und vor allem das Währungsrisiko für das Fondsmanagement beschränkt worden.<sup>174</sup>

Um sich an offenen Immobilienfonds zu beteiligen muss nur ein kleiner Betrag i.d.R. 50 € zzgl. eines meist 5-prozentigen Ausgabeaufschlags aufgewendet werden, welcher sukzessiv in Form eines Sparplans erbracht werden kann. Außerdem wird eine jährliche Verwaltungsgebühr für das Fondsmanagement fällig, die ca. 0,6 % p.a. beträgt.<sup>175</sup>

---

<sup>171</sup> Quelle: BVI v. 15.06.2009, „Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter ausgebaut“, abrufbar unter <http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/pm150609.pdf> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage IX.

<sup>172</sup> Vgl. Zitelmann, S. 160.

<sup>173</sup> Vgl. Zitelmann, S. 117.

<sup>174</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>175</sup> Vgl. Protokoll zum Kurzinterview mit Herrn Gutbrod, Siehe Anlage X.

Wegen der sicherheitsorientierten Ausrichtung eines offenen Immobilienfonds kommen von der Anlagementalität vor allem Anleger mit großem Sicherheitsbedürfnis in Frage, die an kontinuierlichen Renditen und der jederzeitigen Wiederveräußerlichkeit interessiert sind.<sup>176</sup> Aber auch für chancenorientierte Anleger, deren vorwiegendes Interesse eine Portfoliooptimierung ist, eignet sich ein offener Immobilienfonds. Aufgrund des relativ hohen Ausgabeaufschlags sollte der Anlagehorizont jedoch mittel- bis langfristig ausgerichtet sein.<sup>177</sup>

Zum Jahresende 2008 betrug das Fondsvermögen der offenen Immobilienfonds 84,3 Mrd. Euro<sup>178</sup> und nach den letzten Berechnungen des BVI waren mit Stand 19. November 2009 rund 87,0 Mrd. Euro in offene Immobilienfonds angelegt.<sup>179</sup>

### **b) Geschlossene Immobilienfonds**

Geschlossenen Immobilienfonds sind neben Investierungsinstrumente weit verbreitete Finanzierungsinstrumente. Sie finanzieren in vielen Bereichen des öffentlichen Lebens und sind zum Großteil auch für die deutsche Infrastruktur von Bedeutung. Viele Objekte die durch geschlossene Immobilienfonds errichtet und finanziert wurden, werden regelmäßig von den Bürgern genutzt ohne je den Fondsanleger oder Initiator zu kennen.

Um einen plastischen Eindruck vom Wesen der geschlossenen Immobilienfonds zu vermitteln, können für die wichtigsten Tätigkeitsfelder folgende Beispiele genannt werden.<sup>180</sup>

---

<sup>176</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 77.

<sup>177</sup> Vgl. Klug, S. 41.

<sup>178</sup> Vgl. BVI, Investment 2009, S. 12.

<sup>179</sup> Vgl. Manager-Magazin.de 19.11.2009, „Dominoeffekt bei Immobilienfonds“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,662232,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XI.

<sup>180</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 43/44.

## Der Vergleich

---



Abbildung 6: Darstellung der wichtigsten Nutzungsarten<sup>181</sup>

**Unternehmensimmobilien:** Im Eigentum von geschlossenen Immobilienfonds finden sich zahlreiche große Bürogebäude, vor allem Hauptverwaltungen großer deutscher Unternehmen wie z.B. die IBM Hauptverwaltung in Stuttgart, die Deutsche Bank Zentrale in Frankfurt a. Main oder der Hauptsitz der Deutschen Börse AG in Frankfurt a. Main.<sup>182</sup> Aber auch klassische innerstädtische Gewerbeimmobilien mit Büro-, Einzelhandels- und Mischnutzung in verschiedenen Größenordnungen und Lagen sind dessen Tätigkeitsfeld. So wurde z.B. auch das SAP Gebäude am Hamburger Hafen oder das Olympia-Einkaufszentrum in München von geschlossenen Immobilienfonds finanziert.<sup>183</sup> Zudem sind für geschlossene Immobilienfonds, im Gegensatz zu offenen auch SB-Märkte,<sup>184</sup> Gewerbeparks und Fachmarktzentren in Randlagegebieten attraktive Fondsobjekte.<sup>185</sup>

**Wohnungsbau:** Besonders nach der Wiedervereinigung Deutschlands war die Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds von erheblicher Bedeutung. Die Aufgabe genügend lebenswerten Wohnraum zu schaffen wäre ohne deren Beteiligung nicht zu bewältigen gewesen. Speziell an der

<sup>181</sup> Quelle: Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 184.

<sup>182</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 43/44.

<sup>183</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 47/48.

<sup>184</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 186.

<sup>185</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 47/48.

Wiederherstellung historischer Bausubstanzen in Berlin, Dresden und Leipzig waren geschlossene Immobilienfonds maßgeblich beteiligt.<sup>186</sup> Dadurch, dass auch Kleinstädte und ländliche Räume am flächendeckenden Aufbau der neuen Bundesländer beteiligt werden mussten, hätte dies ein offener Immobilienfonds nicht so erfolgreich bewältigen können.<sup>187</sup>

**Öffentliche Gebäude und Sozialimmobilien:** Zur Finanzierung ihrer Gebäude betätigt sich auch die öffentliche Hand an geschlossenen Immobilienfonds. Hauptsächlich im Zuge des Aufbaus Ost hat dies in Form von kommunalen Immobilienleasingsfonds an Geltung gewonnen. So wurden damals Verwaltungsgebäude, Sport und Freizeithallen sowie Schulen und Krankenhäuser finanziert.<sup>188</sup>

**Hotels:** Das prominenteste Betätigungsfeld der geschlossenen Immobilienfonds stellt wohl der Hotelbereich dar. Viele große Hotelketten wie z.B. die Dorint AG, die Steigenberger Kette oder die ibis Kette finanzieren ihre Objekte durch geschlossene Immobilienfonds. Bekannt sind vor allem erstklassige Hotels wie das Hotel Adlon in Berlin oder das Grand Hotel Heiligendamm an der Ostsee.<sup>189</sup>

**Spezialimmobilien:** Zunehmend werden auch Spezialimmobilien als Investitionsobjekte gewählt.<sup>190</sup> Als Beispiel dafür können das Westfalen-Stadion in Dortmund, zahlreiche Kinos und die Musical Hall in Stuttgart genannt werden.<sup>191</sup>

Aber gerade solche Investments sind aufgrund der extremen Komplexität mit großen Risiken behaftet. Die durch ihren bestimmungsmäßigen Gebrauch gebauten Immobilien lassen sich nicht so einfach, genauer

---

<sup>186</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 44/45.

<sup>187</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 78.

<sup>188</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 49/50.

<sup>189</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 50/51.

<sup>190</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 184.

<sup>191</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 51/52.

gesagt nicht ohne einen erheblichen Kostenaufwand zu verursachen, in eine andere Nutzungsart überführen.<sup>192</sup>

Da für geschlossene Immobilienfonds, bezüglich der Nutzungsarten, keine aktuellen Zahlen vorliegen, wird auf die Marktanalyse der Beteiligungsmodelle von Stephan Loipfinger zurückgegriffen, die letztmalig im Jahr 2007 veröffentlicht wurde. Danach haben auch im Jahr 2006 Büroimmobilien, wenn auch mit fallender Tendenz, ihren Löwenanteil von 44 % (Vorjahr 57,3 %) verteidigen können. Wohnimmobilien verloren hingegen leicht an Wert und sind mit ca. 11 % (Vorjahr 15,2 %) vertreten. Aufholen konnten dagegen Einkaufszentren, deren Anteil auf 20,9 % (Vorjahr 6,2 %) anstieg und Sozialimmobilien, die mit einem Anteil von 12,2 % (Vorjahr 4,6 %) deutlich an Beliebtheit gewannen. Die restlichen 11,9 % ergeben sich durch Nutzungsarten wie Hotels, Ladenflächen, Logistikkimmobilien, Kinos und sonstige und spielen somit eher eine untergeordnete Rolle.<sup>193</sup>

Die wesentlichen Gründe für den relativ geringen Anteil an Wohnimmobilien sind ebenfalls wie bei den offenen Immobilienfonds die rechtlichen Beschränkungen und die geringen Renditeerwartungen, was ein solches Investment für den Anleger uninteressant macht.<sup>194</sup>

Doch gerade durch die unterschiedlichen Tätigkeitsfelder wird deutlich, dass geschlossene Immobilienfonds durch ihre Marktnähe und der Fähigkeit zu Risikoinvestments Nischen von Immobilienprodukte auffüllen.<sup>195</sup> Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds, die durch ihre sicherheitsorientierte Ausrichtung in keine risikobehafteten Immobilien und meistens auch nur in 1a-Lagen investieren,<sup>196</sup> investieren geschlossene Immobilienfonds auch in Spezialimmobilien und in Immobilien an Randlagegebieten für die sich sonst keine andere Investorengruppe zu

---

<sup>192</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 184.

<sup>193</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 28.

<sup>194</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 184.

<sup>195</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 73.

<sup>196</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 77/78.



interessieren vermag.<sup>197</sup> Doch bereits vielfach mit Erfolg haben geschlossene Immobilienfonds in solche Immobilienprojekte investiert.<sup>198</sup>

Die Ausschüttung lag nach der Marktanalyse der Beteiligungsmodelle von Stephan Loipfinger im Jahr 2007 bei 6,7 % p.a.<sup>199</sup>

Doch auch die Finanzkrise hatte Auswirkungen auf die geschlossenen Immobilienfonds und die Branche bekam dies besonders im Jahr 2009, mit sinkenden Platzierungsergebnissen, zu spüren. Während geschlossene Immobilienfonds im Inland ihr platziertes Fondsvolumen im Jahr 2009 um 14,22 % auf rund 2,2 Mrd. € gegenüber dem Vorjahr mit rund 1,9 Mrd. € steigern konnten, verloren geschlossene Immobilienfonds im Ausland in 2009 um fast 34 % an Wert und liegen nun bei einem platzierten Fondsvolumen von rund 2,1 Mrd. € (Vorjahr rund 3,2 Mrd. €).<sup>200</sup>

Mit Ausnahme des Jahres 2009, ist gerade in den letzten Jahren der Marktanteil von geschlossenen Auslandsimmobilienfonds durch die steuerlichen Vorteile des DBA ständig gestiegen.<sup>201</sup> Im Wesentlichen hat man sich in der Vergangenheit zunehmend auf die USA und die Niederlande konzentriert, da aufgrund der Immobilienkonjunktur hohe Renditen erwirtschaftet wurden und die steuerlichen Belastungen im Gegensatz zu Deutschland geringer sind.<sup>202</sup>

Die Gründe einen geschlossenen Immobilienfonds zu zeichnen sind u.a. die üblichen Motive die für Immobilienfonds sprechen. Wie z.B. die Vorteile einer fachmännisch verwalteten Anlage, der Zugang zu Großprojekten, die Portfoliodiversifikation, die Möglichkeit der steuerlichen und wirtschaftlichen Optimierung sowie die Vorzüge einer Sachwertinvestition.<sup>203</sup> Doch einer der bedeutendsten Vorteile der geschlossenen Immobilienfonds ist sicherlich, dass es dem Anleger

---

<sup>197</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 73.

<sup>198</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 78.

<sup>199</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 30.

<sup>200</sup> Vgl. VGF Branchenzahlen 2009, abrufbar unter <http://www.vgf-branchenzahlen.de/ergebnisse-2009.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).

<sup>201</sup> Vgl. Zitelmann, S. 160.

<sup>202</sup> Vgl. Arndt/Fischer in: Lüdicke/Arndt, S. 230.

<sup>203</sup> Vgl. Pelikan, S. 31/32.

ermöglicht wird, sich gezielt die Investitionschancen in einem spezifischen Markt zu nutze zu machen<sup>204</sup> und sich nach seinen Vorstellungen die Immobilie, mit der Konsequenz des wirtschaftlichen und steuerlichen Eigentums, auszusuchen.<sup>205</sup> Dies bedeutet, dass der Anleger im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds genau weiß an welcher Immobilie mit welcher Nutzung und Mietstruktur er sich beteiligen wird.<sup>206</sup> Und bei guten Angeboten kann eine gute Rendite erwirtschaftet werden.<sup>207</sup>

Doch höheren Chancen stehen auch höhere Risiken entgegen. Durch Investitionen in eine oder wenige Immobilien steigt das Wertminderungs- und Mietausfallrisiko.<sup>208</sup> Zudem ist der Anleger als Gesellschafter und Teilhaber stärker an seine Kapitalanlage gebunden.<sup>209</sup> Gerade auch durch die rechtliche Stellung, die den Anleger entweder als Kommanditist mit seiner Einlage oder als GbR Gesellschafter sogar mit seinem Privatvermögen haften lässt, erhöht sich das Risiko. Zudem sind die Höhe des Fremdkapitalanteils und des Währungsrisikos nicht wie bei offenen Immobilienfonds gesetzlich beschränkt. Die Anleger haben bei Investitionen außerhalb des Euro-Raums die vollen Währungsrisiken zu tragen.<sup>210</sup>

Als Zielgruppe kommen wegen den erheblichen Risiken, insbesondere wegen den unternehmerischen Risiken, überwiegend Anleger in Betracht, die bereits über einen Grundstock an Vermögenswerten verfügen und entsprechend freie Mittel zur Verfügung haben.<sup>211</sup> Aufgrund der durchschnittlichen Fondslaufzeit von derzeit 15 bis 20 Jahren sollte der Anlagehorizont längerfristig ausgerichtet sein.<sup>212</sup> Zudem sollte es durch

---

<sup>204</sup> Vgl. Klug, S. 18

<sup>205</sup> Vgl. Bullinger, Ralph in: Gondring/Lammel, S.765.

<sup>206</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 5.

<sup>207</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>208</sup> Vgl. Klug S. 18.

<sup>209</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 66.

<sup>210</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>211</sup> Vgl. Bullinger, Ralph in: Gondring/Lammel, S. 803.

<sup>212</sup> Vgl. Pelikan, S. 51.

die Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds zu keiner Übergewichtung von Fonds im Anlageportfolio kommen.<sup>213</sup>

Doch vor allem die restriktive Finanzpolitik der letzten Jahre hatte auf die Zielgruppe Auswirkungen. So kamen in den 90er Jahren aufgrund der Steuervergünstigungen vor allem Spitzensteuerzahler in Frage.<sup>214</sup> Als typischer Zeichner galten damals Ärzte, Rechtsanwälte und Steuerberater.<sup>215</sup> Durch die Kappung der Steuervorteile und dem Wegfall der Verlustzuweisungen im Jahr 2005 stehen nun Investoren im mittleren bis gehobenen Einkommensbereich im Fokus eines geschlossenen Immobilienfonds,<sup>216</sup> wodurch sich eine deutliche Verbreiterung der Zeichnerstruktur ergab.<sup>217</sup>

Auch die Mindestbeteiligungen sind bei geschlossenen Immobilienfonds deutlich höher als bei offenen Immobilienfonds.<sup>218</sup> Sie betragen im Regelfall zwischen 10.000 € und 20.000 €<sup>219</sup> zzgl. eines meist 5-prozentigen Ausgabeaufschlags.<sup>220</sup> Die durchschnittliche Zeichnungshöhe der Anleger lag im Jahr 2009 im Bereich der geschlossenen Immobilien Inlandsfonds bei 38.066,00 € und bei den geschlossenen Immobilien Auslandsfonds bei 29.454,00 €.

Das Fondsvolumen von geschlossenen Immobilienfonds betrug im Jahr 2008 52,92 Mrd. € und im Jahr 2009 65,59 Mrd. €. Damit stellen sie im Bereich der geschlossenen Fonds das Stärkste Segment dar.<sup>221</sup>

---

<sup>213</sup> Vgl. Bullinger, Ralph in: Gondring/Lammel, S. 803.

<sup>214</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 99.

<sup>215</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 32.

<sup>216</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 99.

<sup>217</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 32.

<sup>218</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>219</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 99/100.

<sup>220</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 57.

<sup>221</sup> Vgl. VGF Branchenzahlen 2008 und 2009, abrufbar unter <http://www.vgf-branchenzahlen.de/ergebnisse-2009.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010).

## 5.2 Fungibilität

### a) Offene Immobilienfonds

Der Anleger eines offenen Immobilienfonds ist Anteilseigner am Sondervermögen und kann seine Anteile in beliebiger Stückzahl börsentäglich erwerben<sup>222</sup> und bei Bedarf jederzeit wieder zum aktuellen Anteilswert, dem sog. Inventarwert, an die KAG zurückgeben.<sup>223</sup> Eine Ausnahme bildet die bereits erwähnte Aussetzung der Anteilsrücknahme unter den Voraussetzungen des § 81 InvG.

Gerade durch das fortlaufende Erwerben und Zurückgeben der Anteilsscheine ist eine börsentägliche Ermittlung des Anteilswerts notwendig, da das Sondervermögen hinsichtlich der liquiden Mittel Wertschwankungen und somit ständigen Veränderungen ausgesetzt ist.<sup>224</sup>

Berücksichtigt man, dass diese nach § 80 Abs. 1 InvG einen Anteil von max. 49 % am Sondervermögen ausmachen können, scheinen gerade die liquiden Mittel nicht unerheblich wertbeeinflussend zu sein und müssen somit bei der Feststellung des Anteilspreises berücksichtigt werden. Der Anteilspreis wird nicht durch Angebot und Nachfrage an der Börse, sondern durch Berechnung des Inventarwerts bestimmt. Dieser errechnet sich gem. § 79 Abs. 3 S. 1 i.V.m. § 36 Abs. 1 und § 44 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 InvG aus allen Vermögensgegenständen abzüglich den Verbindlichkeiten aus aufgenommenen Krediten, Grundstückskäufen, Bauvorhaben, Grundstücksbewirtschaftung und sonstigen Verbindlichkeiten einschließlich gebildeten Rückstellungen. Der Inventarwert geteilt durch die ausgegebenen Anteilsscheine ergibt dann den Anteilswert,<sup>225</sup> der wiederum für den Rücknahmepreis maßgeblich ist.<sup>226</sup>

Die Bewertung der Immobilien wird nach den Vorgaben des InvG, des Baugesetzbuches (BauGB), der Verordnung über die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (WertV) und der Richtlinie für die

---

<sup>222</sup> Vgl. Klug, S. 48.

<sup>223</sup> Vgl. Gondring, S. 739.

<sup>224</sup> Vgl. Gondring, S. 741.

<sup>225</sup> Vgl. Nowak, S. 73/74.

<sup>226</sup> Vgl. Gondring, S. 741.

Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (WertR) durchgeführt. Die Verfahren, die zur Bewertung des Immobilienbestandes heranzuziehen sind, werden nicht vom InvG vorgeschrieben, sondern obliegen der fachlichen Kompetenz der Sachverständigen.<sup>227</sup> Da es sich jedoch bei den Liegenschaften offener Immobilienfonds um Renditeobjekte handelt, bietet sich vor allem das Ertragswertverfahren an, bei dem aus dem jährlich nachhaltigen Mietertrag (Rohertrag) einer Liegenschaft der Verkehrswert abgeleitet werden soll. Zum Vergleich und zur Kontrolle kann dennoch das Sachwertverfahren herangezogen werden.<sup>228</sup> Bei Auslandsliegenschaften kann auf dort etablierte Methoden wie beispielsweise das Discounted-Cash-Flow Verfahren zurückgegriffen werden.<sup>229</sup>

In der Vergangenheit standen vor allem die Einwertungsgewinne, die immer dann entstehen wenn der Gutachter den Wert der Immobilie höher einschätzt als tatsächlich dafür gezahlt wurde, in der Kritik. Um dieses Problem was letztendlich zum Performancedumping führte zu vermeiden, muss künftig in den ersten 12 Monaten nach Erwerb der Kaufpreis als Verkehrswert angesetzt werden.<sup>230</sup>

Mittlerweile werden die Fondsanteile auch an der Börse gehandelt. Anstatt des Ausgabeaufschlags ist dann eine Maklercourtage zu zahlen, was den Vorteil hat, dass es bei hohen Investitionssummen billiger sein könnte.<sup>231</sup>

### **b) Geschlossene Immobilienfonds**

Das Recht zur täglichen Anteilsrückgabe ist ein grundlegendes Merkmal des Investmentrechts und damit eins der wesentlichen Unterscheidungskriterien zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds.<sup>232</sup> Während bei einem offenen Immobilienfonds die Fungibilität vorhanden ist, ist diese bei einem geschlossenen

---

<sup>227</sup> Vgl. Gondring, S. 740/741.

<sup>228</sup> Vgl. Klug, S. 74.

<sup>229</sup> Vgl. Nowak, S. 75.

<sup>230</sup> Vgl. Zitelmann, S. 118.

<sup>231</sup> Vgl. Protokoll zum Kurzinterview mit Herrn Gutbrod, Siehe Anlage X.

<sup>232</sup> Vgl. VG Frankfurt, jurisPR-BKR 5/2009 Anm. 3.

Immobilienfonds deutlich eingeschränkter.<sup>233</sup> Gerade durch die gewollte Langfristigkeit der Anlage ist für viele Anleger eine Veräußerung der Anteile nicht interessant, wodurch sich noch kein offiziell organisierter und funktionsfähiger Zweitmarkt gebildet hat. Zudem könnte es durch die Veräußerung zu einer Aberkennung der steuerlichen Anfangsverluste kommen. Dies erfolgt vor allem dann, wenn dem Anleger nachgewiesen werden kann, dass er schon vor Zeichnung des Anteilsscheins eine zeitnahe Veräußerung geplant hatte.<sup>234</sup>

Dennoch sind für einen geregelten Zweitmarkt erste Anfangsversuche da, das Handelsvolumen ist jedoch klein und während sich die Börse Hamburg/Hannover positiv entwickelt musste Gefox an der Börse Düsseldorf Mitte im Jahr 2006 schon wieder seine Pforten schließen.<sup>235</sup>

Für den Anleger besteht die Möglichkeit seine Gesellschaftsanteile an einen neu eintretenden oder bisherigen Gesellschafter zu verkaufen oder die Gesellschafterversammlung beschließt, mit einer 75-prozentigen Mehrheit des investierten Kapitals, das Immobilienvermögen zu veräußern und die Gesellschaft zu liquidieren. Die Preisbildung ergibt sich wie auf allen Märkten durch Angebot und Nachfrage. Zu beachten bleibt, dass beim Verkauf nur der Ersterwerber die ertragssteuerlichen Vorteile erhält und der Zweiterwerber lediglich die lineare Abschreibung in Anspruch nehmen kann, was sich aufgrund der dadurch sinkenden Attraktivität der Fondsanlage im Preis widerspiegeln wird.

Bei einigen Fonds wird dem Anleger im Gesellschaftsvertrag eine Kündigungsmöglichkeit zugesprochen, meistens aber erst nach Ablauf von 10 Jahren. Wie die Abfindungssumme ermittelt wird ist von der Vereinbarung im Gesellschaftsvertrag abhängig, i.d.R. ermittelt ein Sachverständiger den Wert der Immobilien am Ausscheidungstag.<sup>236</sup>

Zudem ist immer häufiger zu erkennen, dass gute Initiatoren zwischen Anbieter und Nachfrager vermitteln.

---

<sup>233</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>234</sup> Vgl. Gondring, S. 732/733.

<sup>235</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 56.

<sup>236</sup> Vgl. Gondring, S. 732/733.

Doch trotz den Bemühungen, einen funktionsfähigen Zweitmarkt aufzubauen und die Vermittlung von „gebrauchten“ Anteilen, bleibt die im Unterschied zu offenen Immobilienfonds eingeschränkte Fungibilität ein Nachteil von geschlossenen Immobilienfonds.<sup>237</sup>

### 5.3 Transparenz

#### a) Offene Immobilienfonds

Das Investmentgeschäft der offenen Immobilienfonds ist gesetzlich geregelt. Wie bereits bei den rechtlichen Grundlagen angesprochen bildet das InvG die zentrale Grundlage, dessen Einhaltung zusätzlich von der BaFin überwacht wird.<sup>238</sup>

Um sicherzustellen, dass sich der Anleger informieren kann erhält er neben einem Verkaufsprospekt, einen Halbjahres- und Jahresbericht,<sup>239</sup> welcher ihm auf sein Verlangen hin kostenlos auszuhändigen ist.<sup>240</sup> Zudem wird der Anteilswert börsentäglich in Tages- und Wirtschaftszeitungen veröffentlicht.<sup>241</sup>

Doch trotz strenger Vorschriften war und ist die Transparenz immer noch ein häufig diskutiertes Thema.<sup>242</sup> Bereits Mitte der 90er Jahre wurde Kritik hinsichtlich der fehlenden Transparenz laut. Durch zusätzliche Angaben, wie z.B. durch die Veröffentlichung von Ergebniskomponenten und einer weitgehenden Vereinheitlichung von Rechenschaftsberichten<sup>243</sup> zur leichteren Vergleichbarkeit der Fonds, wurde im Jahr 2000 auf diese Missstände hin reagiert.<sup>244</sup>

---

<sup>237</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>238</sup> Vgl. Klug, S. 18.

<sup>239</sup> Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 52. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>240</sup> Baur/Ziegler, S. 193.

<sup>241</sup> Vgl. Gondring, S. 741.

<sup>242</sup> Vgl. Zitelmann, S. 118

<sup>243</sup> Vgl. Klug, S. 81.

<sup>244</sup> Vgl. Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 53. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter

Doch nach Meinung von Kritikern und Anlegerschützern enthält der Geschäftsbericht bzw. Rechenschaftsbericht nur rudimentäre Informationen. Schon seit Jahren fordern sie die Veröffentlichung von Einzelwerten. Auch Angaben zur Objektrendite, Vermietungsstände und Mietlaufzeiten sind nur selten zu finden.<sup>245</sup> Die eingeleitete Transparenzoffensive im Jahr 2005 und das vom BVI verabschiedete Maßnahmenpaket im April 2006 enthalten Angaben über die Verbesserung der Transparenz. Zukünftig sollen die Einzelverkehrswerte je Objekt sowie die Anlegerstruktur nach Größenordnung der investierten Beträge offen gelegt werden. Außerdem soll die KAG die Fremdkapitalquote bei einem Anteil von mehr als 40 % öffentlich bekannt geben und Verkaufsprospekte sollen risikotypische Hinweise aufnehmen, die sich z.B. nach Kriterien wie dem Umfang der Kreditaufnahme, Volatilität und Fremdwährungsaufnahme richten.<sup>246</sup>

Seitdem finden sich in den Jahresberichten der meisten Fondsgesellschaften aktuelle Verkehrswerte, den Vermietungsstand sowie die Einzelmieten der Objekte. Was jedoch die Veröffentlichung von Anlegerstrukturen und Risikohinweise in den Verkaufsprospekten betrifft ist nach Meinung einiger Kritiker noch mehr Transparenz erforderlich.

Doch seit Novellierung des Investmentgesetzes und der damit zusammenhängenden Einführung eines Risikomanagementsystems sollen die mit der Verwaltung der Fonds verbundenen Risiken<sup>247</sup> wie z.B. Adressenausfall-, Zinsänderungs-, Währungs- und Marktpreisrisiken (§ 80 b InvG) im Risikomanagementprozess berücksichtigt werden. Zusätzliche Stresstests sollen zu einer transparenten Einordnung der Fonds in die Risikostruktur des Gesamtmarktes führen.<sup>248</sup>

---

[http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>245</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 61.

<sup>246</sup> Vgl. BVI v. 24.01.06, „BVI stellt Maßnahmenpaket zu offenen Immobilienfonds vor - Schwerpunkte Liquiditätssteuerung, Bewertung, Transparenz“, abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106\\_mnp\\_oif/pm240106\\_mnp\\_oif.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106_mnp_oif/pm240106_mnp_oif.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XIII.

<sup>247</sup> Vgl. Zitelmann, S. 118

<sup>248</sup> Vgl. Zitelmann, S. 118



Doch um Informationen aus den Fondsprospekten und den Rechenschaftsberichten richtig aufzubereiten bedarf es Zeit- und Sachkenntnisse und nicht jedermann möchte sich damit beschäftigen.<sup>249</sup>

Um dennoch neutral über offenen Immobilienfonds zu informieren, werden immer häufiger Ratings von anerkannten unabhängigen Rating Agenturen angeboten,<sup>250</sup> die Chancen und Risiken einer Investition beurteilen und somit dem Anleger als Orientierungshilfe für eine Anlageentscheidung dienen können.<sup>251</sup> Dabei steht nicht primär die Bonität eines Unternehmens, sondern vielmehr die Qualität eines Kapitalanlageproduktes im Vordergrund. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von Emissionsratings.<sup>252</sup> Die Ergebnisse werden meistens in einem Branchenmagazin oder im Internet veröffentlicht oder können gegen Zahlung einer Gebühr bezogen werden.<sup>253</sup>

Das erste Rating der offenen Immobilienfonds führte die Ratingagentur Moody's aus, die ihre Ergebnisse im Jahr 2002 veröffentlichte.<sup>254</sup>

Die Entscheidung der Immobilienbranche eine internationale Ratingagentur wie Moody's zu beauftragen, beruhte in erster Line auf deren Unabhängigkeit und Qualität.<sup>255</sup> Denn vor allem die Unabhängigkeit und die damit zusammenhängende Vertrauenswürdigkeit solcher Ratings haben an den Kapitalmärkten große Bedeutung.<sup>256</sup>

---

<sup>249</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 72/73.

<sup>250</sup> Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 53. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter

[http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>251</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 166.

<sup>252</sup> Vgl. Pitschke, Christoph in: Everling/Theodore, S. 286.

<sup>253</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 72.

<sup>254</sup> Vgl. Klug, S. 81.

<sup>255</sup> Vgl. Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 53. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter

[http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>256</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 72/73.

Das Rating besteht aus 3 Komponenten und enthält sowohl quantitative als auch qualitative Elemente.<sup>257</sup>

**1. Management-Rating:** Drückt die Güte der Geschäftsführung und der Führungsmannschaft sowie die Qualität hinsichtlich Investments, Risikomanagement, Controlling und Kundenservice aus und bezieht sich demzufolge ausschließlich auf die KAG.

**2. Investment-Rating:** Das Investment-Rating betrifft die Anlagestrategien der KAG bezüglich Liquidität und Immobilienanlagen sowie die Qualität der getätigten Anlagen.

**3. Performance-Rating:** Beim Performance-Rating wird die erzielte Rendite in der Vergangenheit beurteilt.<sup>258</sup>

Beim Management- und Investment-Rating wird mit den bekannten Buchstabenkombinationen von Moody's bewertet. Zusätzlich wird mit Aa1, Aa2 oder Aa3 nochmals in den einzelnen Stufen differenziert. Die Reihenfolge ergibt sich wie folgt: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2....

Das Performance-Rating erfolgt durch Vergabe von maximal 5 Sternen.<sup>259</sup>

---

<sup>257</sup> Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S.54 „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>258</sup> Vgl. Klug, S. 81.

<sup>259</sup> Vgl. BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 56/57. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

## Der Vergleich

	Management- Qualitäts-Rating	Investment- Qualitäts-Rating	Performance- Rating
COMMERZ GRUNDBESITZ-Investmentgesellschaft mbH HAUSINVEST	Aaa (MQ)	Aaa (IQ)	Moody's ★★★★★
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mbH CS Euroreal	A3 (MQ)	Aa2 (IQ)	Moody's ★★★★★
DB Real Estate Investment GmbH grundbesitz-global grundbesitz-invest	A1 (MQ) A1 (MQ)	A1 (IQ) A1 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★
DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH GRUNDWERT-FONDS	Baa1 (MQ)	Baa1 (IQ)	Moody's ★
Deka Immobilien Investment GmbH Deka ImmobilienFonds Deka ImmobilienEuropa	Aaa (MQ) Aaa (MQ)	Aa2 (IQ) Aa1 (IQ)	Moody's ★★ Moody's ★★★★★
DIFA DEUTSCHE IMMOBILIENFONDS AKTIENGESELLSCHAFT DIFA-Fonds Nr. 1 DIFA-GRUND	Aa1 (MQ) Aa1 (MQ)	Aa3 (IQ) Aa3 (IQ)	Moody's ★★ Moody's ★★★
HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH HANSAIMMOBILIA	A2 (MQ)	A1 (IQ)	Moody's ★★
Internationales Immobilien-Institut GmbH iii Fonds Nr. 1 iii Fonds Nr. 2 iii Fonds Nr. 3	Baa3 (MQ) Baa3 (MQ) Baa3 (MQ)	Baa2 (IQ) Ba1 (IQ) Aa2 (IQ)	Moody's ★ Moody's ★ Moody's ★★★★★
SEB Immobilien-Investment GmbH SEB ImmoInvest	Aa2 (MQ)	Aa1 (IQ)	Moody's ★★★★★
WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH WestInvest 1 WestInvest InterSelect	A2 (MQ) A2 (MQ)	A1 (IQ) Aa2 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★★★★

Abbildung 7: Rating-Ergebnisse der offenen Immobilienfonds durch Moody's oder andere<sup>260</sup>

### b) Geschlossene Immobilienfonds

Für geschlossene Immobilienfonds gibt es keine speziellen Rechtsvorschriften, das InvG greift nicht<sup>261</sup> und sie unterliegen auch keiner staatlichen Kontrolle. Man spricht in diesem Zusammenhang auch vom grauen Kapitalmarkt.<sup>262</sup> Zur Kontrolle wurden inzwischen Prospektierungsstandards (IdW S4) vom Institut der Wirtschaftsprüfer herausgegeben,<sup>263</sup> die als Leitfaden für die Erstellung eines

<sup>260</sup> Quelle: BVI, Jahrbuchartikel 2003, S. 56. „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar unter [http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XII.

<sup>261</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 96.

<sup>262</sup> Vgl. Pilz, S. 43.

<sup>263</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 56.

Verkaufsprospekts dienen.<sup>264</sup> Neben detaillierten Angaben zum Kaufpreis der Immobilien, einschließlich der Wertgutachten, sind Informationen zum technischen Zustand und zu den Mietverhältnissen ersichtlich. I.d.R. sind auch Angaben über das Umfeld der Immobilie sowie eine ausführliche Darstellung von Chancen und Risiken der Anlage enthalten.<sup>265</sup> Zudem besteht seit Inkraft-Treten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG), am 1. Juli 2005,<sup>266</sup> für geschlossene Fonds mit § 8 f ff. Verkaufsprospektgesetz eine gesetzliche Prospektspflicht. Zuständig für die Prüfung der Prospekte ist die BaFin.<sup>267</sup> Folglich darf mit dem Vertrieb erst begonnen werden, wenn die BaFin die Prospekte genehmigt hat.<sup>268</sup> Allerdings ist die Prüfung ein rein formaler Akt und beinhaltet nicht die inhaltliche Prüfung ob die Angaben z.B. wahrheitsgemäß sind.

Die Richtigkeit der Angaben wird von einer neutralen Instanz i.d.R. einem Wirtschaftsprüfer analysiert. Mittlerweile gibt jeder Initiator eines seriös konstruierten geschlossenen Immobilienfonds, zur Gewinnung des Anlegervertrauens ein Prospektprüfungsgutachten in Auftrag, indem die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben bestätigt werden. Als Anhaltspunkt dienen wiederum die IdW S4 Standards.<sup>269</sup>

Doch auch diese sagen nichts über die Nachhaltigkeit eines solchen Investments aus und beurteilen auch nicht ob die Anlage gut oder schlecht ist. Deshalb haben in letzter Zeit auch bei den geschlossenen Fonds zunehmend Ratings Anklang gefunden.<sup>270</sup>

Eine Schwachstelle stellt jedoch die Prognoseberechnung in den Fondsprospekten dar, d.h. objektiv darzustellen wie sich die Immobilien in den nächsten 10 bis 20 Jahren entwickeln werden. Da noch keine

---

<sup>264</sup> Vgl. Portfolio International Ausgabe 6 Juli/August 2005.

<sup>265</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 164.

<sup>266</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 169.

<sup>267</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 70.

<sup>268</sup> Vgl. Handelsblatt.com v. 02.07.2004, „Übersicht: Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz“, abrufbar unter [http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/\\_b=757501,\\_p=12,\\_t=ftprint,doc\\_page=0;printpage](http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/_b=757501,_p=12,_t=ftprint,doc_page=0;printpage) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XIV.

<sup>269</sup> Vgl. Loritz/Pfnür, S. 70/71.

<sup>270</sup> Vgl. Pitschke, Christoph in: Everling/Theodore, S. 288.

definierten Grundsätze existieren hat sich mehr und mehr das Instrument der Leistungsbilanz entwickelt.<sup>271</sup>

Diese informiert über das jeweilige Unternehmen sowie über deren angebotene und platzierte Fonds.<sup>272</sup> Sie zeigt Entwicklungen der Fonds auf, indem sie die prognostizierten und tatsächlichen Werte der Finanz- und Investitionspläne sowie der Prognoseberechnung aufführt. Vorhandene Abweichungen sowie Chancen und Risiken werden erläutert. Die Leistungsbilanz soll Vertriebspartnern, Kunden, Analysten und potenziellen Anlegern die Möglichkeit geben sich ein möglichst objektives Bild von der Leistungsfähigkeit des Initiators zu machen. Know-how und Markterfahrung, Produktvielfalt und Schwerpunkte der Fonds sowie Rückschlüsse auf die Zuverlässigkeit und Seriosität des Initiators sind ersichtlich. Aufgrund der vergangenheitsbezogenen Daten stellt die Leistungsbilanz ein Kontrollinstrument dar und dient hauptsächlich dem Anlegerschutz. Zwar garantiert sie nicht, dass die Fonds künftig genauso abschneiden, bietet jedoch einen guten Anhaltspunkt für die weitere Erfolgswahrscheinlichkeit des Fonds.<sup>273</sup> Der Verband geschlossener Fonds e.V. (VGF) hat im Januar 2008 eine überarbeitete Fassung der Leitlinien und Grundsätze zur Erstellung von Leistungsbilanzen vorgelegt. Damit bestehen mit den VGF Leitlinien und Grundsätze, seit der Einführung im Juni 2007, erstmalig Vorgaben und Mindestanforderungen für die Erstellung einer Leistungsbilanz. Die fünf wichtigsten Grundsätze, die allem anderen vorangestellt wurde, sind:

1. Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen
2. Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Darstellung
3. Vollständigkeit der Darstellung
4. Wahrheit und Richtigkeit der Darstellung

---

<sup>271</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 164.

<sup>272</sup> Vgl. VGF v. 02.10.2008, „ VGF-Mitglieder legen erstmals Leistungsbilanz nach einheitlichen Leitlinien vor“, abrufbar unter <http://www.vgf-online.de/presse/pm-auflistung-2008/vgf-mitglieder-legen-erstmal-leistungsbilanzen-nach-einheitlichen-leitlinien-vor.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XV.

<sup>273</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 164/165.

5. Aktualität der Darstellung und fristgerechte Veröffentlichung der Leistungsbilanz.<sup>274</sup>

### 5.4 Steuerrechtliche Behandlung

#### a) Offene Immobilienfonds

Im Gegensatz zu geschlossenen Immobilienfonds sind die Möglichkeiten der steuerlichen Gestaltung, insbesondere die Ausweisung von steuerlichen Verlusten und die damit zusammenhängende Durchreichung an den Anleger, bei offenen Immobilienfonds faktisch nicht vorhanden.

Der Anleger hat die im Privatvermögen befindlichen Fondsanteile und die ihm damit zufließende Erträge aus dem Grundstücksvermögen oder sonstigem Vermögen als Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG zu besteuern. Ungeachtet davon ob die Erträge ausgeschüttet oder thesauriert worden sind.<sup>275</sup> Mit Einführung der Abgeltungssteuer am 01.01.2009 unterliegen sie dem für alle Arten von Kapitaleinkünften geltenden einheitlichen Abgeltungssteuersatz von 25 % + Solidaritätszuschlag (Soli). Auf diese Weise gilt die Einkommenssteuer grds. als abgegolten und die Einbeziehung der Kapitaleinkünfte in die Ermittlung des zu versteuernden Einkommens entfällt. Für Werbungskosten die im Zusammenhang mit Kapitalerträgen stehen, kommt der Sparer-Pauschbetrag nach § 20 Abs. 9 EStG in Höhe von 801 € pro Person und Jahr, der sich aus dem früheren Werbungskosten-Pauschbetrag und dem Sparerfreibetrag ergibt, zum tragen. Ein Abzug von höheren tatsächlichen Werbungskosten ist nicht mehr möglich.<sup>276</sup> Durch die Einführung der Abgeltungssteuer wurde auch die 1-jährige

---

<sup>274</sup> Vgl. VGF v. 02.10.2008, „VGF-Mitglieder legen erstmals Leistungsbilanz nach einheitlichen Leitlinien vor“, abrufbar unter <http://www.vgf-online.de/presse/pm-auflistung-2008/vgf-mitglieder-legen-erstmal-leistungsbilanzen-nach-einheitlichen-leitlinien-vor.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XV.

<sup>275</sup> Vgl. Rehkugler/ Sotelo in: Rehkugler, S. 16.

<sup>276</sup> Vgl. Siegert, Claudia in: Brauer, Kerry-U.[Brauer]: Grundlagen der Immobilienwirtschaft, in: Gabler GWV Fachverlage GmbH, 6. Auflage, Wiesbaden 2009, S. 342.

Spekulationsfrist abgeschafft und Anleger haben bei der Rückgabe von Fondsanteilen, auch bei Einhaltung der Jahresfrist, einen evtl. entstandenen Veräußerungsgewinn mit dem Abgeltungssteuersatz zu versteuern. Demgegenüber blieb die 10-jährige Spekulationsfrist für Grundstücke erhalten und die Fondsgesellschaft kann die Erträge aus der Veräußerung nach 10 Jahren steuerfrei vereinnahmen. Das Sondervermögen ist nach § 11 InvStG von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit.<sup>277</sup>

Die Besteuerung der Erträge auf Seiten des Steuerpflichtigen stellt sich folgendermaßen dar:

Einnahmen aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG

./ . Sparer-Pauschbetrag in Höhe von 801 € pro Person und Jahr

---

= Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG

./ . darauf entfallende Abgeltungssteuer in Höhe von 25 %+ Soli

---

= Auszahlungsbetrag an den Steuerpflichtigen

(Anmerkung: Die Zahlung der Abgeltungssteuer wirkt sich nicht auf die Einkommenssteuerbelastung aus.)<sup>278</sup>

### **b) Geschlossene Immobilienfonds**

Um die Einkommenssteuerlast des Anlegers zu optimieren werden geschlossene Immobilienfonds rechtlich so gestaltet, dass die zufließenden Miet-, Pacht und sonstigen Erträge nicht auf der Ebene der Fondsgesellschaft, sondern aufgrund des steuerlichen Durchflussprinzips direkt beim Anleger zu besteuern sind.

Je nachdem auf welchen Inhalt die von der Gesellschaft ausgeübte Tätigkeit abzielt<sup>279</sup> oder ob der Fonds Anlage- oder Betreiberimmobilien in

---

<sup>277</sup> Vgl. Rehkugler/ Sotelo in: Rehkugler, S. 16.

<sup>278</sup> Vgl. Siegert, Claudia in: Brauer, S. 344.

seinem Bestand hält, erzielen die Gesellschafter Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG oder Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG.<sup>280</sup> Der Gesellschaftszweck liegt jedoch meistens in der Vermietung und Verpachtung von Immobilien, so dass es sich überwiegend um Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG handelt.

### **Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG:**

Diese Einkunftsart gehört zu den Überschusseinkünften, so dass die Ermittlung des steuerlichen Ergebnisses nach dem Zu- und Abflussprinzip gemäß § 11 EStG erfolgt.<sup>281</sup> Danach können Ausgaben, die sich über mehrere Jahre erstrecken, im Jahr der Belastung als voll steuermindernde Ausgaben berücksichtigt werden und müssen nicht wie bei den Einkünften aus Gewerbebetrieb, nach § 15 EStG, über die Laufzeit hinweg abgeschrieben werden.<sup>282</sup> Die Einkünfte ergeben sich wie folgt:

Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG  
./. Werbungskosten nach § 9 EStG

---

= Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG.<sup>283</sup>

### **Einkünfte aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG:**

Demgegenüber handelt es sich bei dieser Einkunftsart um Gewinneinkünfte. Dabei wird die Vermögensvermehrung bzw. der Vermögenszuwachs der innerhalb eines Wirtschaftsjahres erzielt wurde

---

<sup>279</sup> Vgl. Gondring, S. 724/725.

<sup>280</sup> Vgl. Gondring, S. 730.

<sup>281</sup> Vgl. Gondring, S. 725

<sup>282</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 65/66.

<sup>283</sup> Vgl. Gondring, S. 725



besteuert.<sup>284</sup> Doch gerade die hohen negativen steuerlichen Anlaufergebnisse während der Bau- und Investitionsphase, können seit der Einführung der neuen Verlustverrechnung bei Steuerstundungsmodellen nach § 15b EStG<sup>285</sup> nur noch mit Gewinnen aus derselben Einkunftsart ausgeglichen und auch nicht nach § 10 d EStG abgezogen werden. Folglich sind die steuerlichen Vorteile nicht mehr so hoch. Außerdem ergeben sich gegenüber der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung einige Nachteile. Zum einen unterliegt die Gesellschaft der Gewerbesteuerpflicht und zum anderen müssen Veräußerungsgewinne, anders als bei den Einkünften aus Vermietung und Verpachtung, wo die Besteuerung entfällt, außerhalb der 10-jährigen Spekulationsfrist nach § 23 Abs. 1 Nr. 1 EStG im Jahr der Entstehung voll besteuert werden.<sup>286</sup>

---

<sup>284</sup> Vgl. Klumpe/Nastold, S. 65.

<sup>285</sup> Vgl. Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 135.

<sup>286</sup> Vgl. Gondring, S. 725/726.

## 6. Schlussbetrachtung

### 6.1 Die wichtigsten Unterscheidungskriterien

Wie diese Arbeit zeigen soll, gibt es bei der Konzeption von offenen und geschlossenen Immobilienfonds deutliche Unterschiede. Dies fängt beim Fondskauf an und führt über die Veräußerbarkeit der Anteile bis hin zur Besteuerung.

Die wichtigsten Unterscheidungskriterien sollen zur Verdeutlichung in der nachfolgenden Tabelle vergleichend gegenübergestellt werden.

Tabelle 2: Gegenüberstellung offene und geschlossene Immobilienfonds<sup>287</sup>

Kriterium	offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds
<b>Investoren</b>	unbegrenzt hier gilt das open-end Prinzip	begrenzt durch das Fondsvolumen hier gilt das closed-end Prinzip
<b>Fondskauf</b>	Kauf in eine Depot bei der Bank oder KAG	Zeichnung eines Kommanditanteils
<b>Streuung</b>	breite Streuung durch großes Immobilienportfolio	in der Regel nur 1 bis 3 Objekte
<b>Mindestbeteiligung</b>	ab 50 €, Sparplan möglich	in der Regel 10.000 € bis 20.000 €
<b>Veräußerbarkeit der Anteile</b>	täglich, außer die Rücknahme wird wegen Liquiditätsengpässe auf bis zu zwei Jahren ausgesetzt	Verkauf nur möglich, wenn sich ein Käufer findet. Zweitmarkt befindet sich im Aufbau
<b>Rechtsvorschrift</b>	rechtlich genau geregelt durch das InvG, Kontrolle erfolgt durch die BaFin	nur wenige Gesetzesvorschriften; BaFin-Genehmigung seit 1. Juli 2005 (nur formale Prüfung)

<sup>287</sup> Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bartlsperger/Boutonnet/Loipfinger, S. 57.

## Schlussbetrachtung

---

Einkunftsart	keine steuerlichen Effekte	steuerliche Effekte für den Anleger
	Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung nach § 21 EStG oder aus Gewerbebetrieb nach § 15 EStG

## 6.2 Fazit

Seit über 50 Jahren bieten **offene Immobilienfonds** die Möglichkeit, sich mit kleinen Beträgen an Immobilien zu beteiligen und das scheinbar mit Erfolg.<sup>288</sup> Denn blickt man in die Vergangenheit lag die Durchschnittsrendite der offenen Immobilienfonds noch nie im negativen Bereich und seit der Jahrtausendwende sogar immer zwischen 2,5 und rund 6,0 % jährlich.<sup>289</sup> Auch in wirtschaftlich turbulenten Zeiten zeigten sich offene Immobilienfonds völlig unbeeindruckt und ihre Werte stiegen, zwar langsam aber stetig und zuverlässig. Ein entscheidender Faktor zur Beurteilung eines möglichen Risikos, sind dabei die Mieteinnahmen und die Frage, wie viele Mietverträge in den nächsten Jahren auslaufen werden. Denn gerade durch die Wirtschaftskrise haben viele Unternehmen weniger Flächenbedarf. Folglich werden sie die auslaufenden Mietverträge nicht mehr verlängern oder auf günstigere Mietpreise pochen. Dies wird sich wiederum auf die Bewertung der Immobilien und letzten Endes auf die Rendite der offenen Immobilienfonds niederschlagen.<sup>290</sup> Eine Statistik des BVI zeigt, dass bis 2013 nur rund 10 % der Mietverträge auslaufen werden und demnach ist nur ein kleiner Teil der regelmäßigen Mieteinnahmen neu zu verhandeln. Dies schützt zwar nicht vor einer Insolvenz eines oder mehrerer Mieter, doch lässt zumindest

---

<sup>288</sup> Vgl. Börsen Zeitung, Ausgabe 177 v. 16.09.2009, S. 20.

<sup>289</sup> Vgl. FAZ.net 11.07.2009, „Offene Immobilienfonds gehören in jedes Depot“, abrufbar unter <http://www.faz.net/s/Rub645F7F43865344D198A672E313F3D2C3/Doc~EF0568FBBB775456F9ADAA8CA177DE9BB~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XVI.

<sup>290</sup> Vgl. Welt am Sonntag Nr. 7 v. 14.02.2010, S. 40.

auch weiterhin auf stabile Mieterträge hoffen.<sup>291</sup> Aber in den letzten Monaten häuften sich die Schreckensmeldungen über sinkende Mieterträge und kollabierende Immobilienpreise und einzelne offene Immobilienfonds mussten, was bei dieser Anlageklasse noch nie vorgekommen ist, abgewertet werden. Dies führte wiederum, zu erhebliche Verluste in einigen Anlagedepots.<sup>292</sup>

Letztendlich hat uns die Krise eins gezeigt und zwar, dass die Märkte volatiler geworden sind und ein ewiges Plus bei offenen Immobilienfonds nicht mehr garantiert ist. Auch bei dieser Anlageform scheinen die Tage der scheinbar einfachen Gewinne vorbei zu sein.<sup>293</sup>

Bei den **geschlossenen Immobilienfonds** hat sich in letzter Zeit viel Positives getan. Gab es jahrelang keine gesetzliche Aufsicht, keine Interessenverbände und keine Standards für die Prospektierung oder Renditeberechnung, gelangen sie nun zunehmend vom grauen Kapitalmarkt hinein in den regulierenden Markt.<sup>294</sup> Nicht zuletzt gilt der Dank dem VGF, der derzeit 48 Unternehmen vertritt<sup>295</sup> und sich in Gesprächen mit dem Gesetzgeber für die Belange dieser Anlageform einsetzt, um schließlich gemeinsame Standards und Empfehlungen für die Branche zu erarbeiten. Auch durch das AnSVG und der Prospektprüfung mit anschließender Genehmigung durch die BaFin sind Fortschritte zu erkennen, die bei den Anlegern zunehmend Vertrauen in diese Art von Immobilieninvestment schaffen.<sup>296</sup> Doch Anleger, die ihr Geld in geschlossenen Immobilienfonds platzieren wollen, sind gut beraten, wenn sie sich genauestens über den Markt und den Initiator informieren.<sup>297</sup>

---

<sup>291</sup> Vgl. Manager-Magazin.de 06.10.2009, „geschlossen, beschossen - entschlossen?“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VI.

<sup>292</sup> Vgl. Welt am Sonntag Nr. 7 v. 14.02.2010, S. 40.

<sup>293</sup> Vgl. Manager-Magazin.de 06.10.2009, „geschlossen, beschossen - entschlossen?“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage VI.

<sup>294</sup> Vgl. Pitschke, Christoph in: Everling/Theodore, S. 287/288.

<sup>295</sup> Vgl. VGF-Startseite, abrufbar unter <http://www.vgf-online.de/> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010). Siehe Anlage XVII.

<sup>296</sup> Vgl. Pitschke, Christoph in: Everling/Theodore, S. 287/288.

<sup>297</sup> Vgl. Pelikan, S. 134.

Dabei behilflich sind standardisierte Prospektinhalte, Leistungsbilanzen und Ratings.<sup>298</sup>

Letztendlich muss den Anlegern eins bewusst sein und zwar, dass sie als Teilhaber und Miteigentümer der Immobilie in eine unternehmerische Beteiligung investieren, mit allen Vor- und Nachteilen, und nur wenn sie das Geld in den nächsten Jahren nicht benötigen, sollten sie den Schritt wagen und die durchaus spannende Welt der unternehmerischen Beteiligungen erkunden.<sup>299</sup>

---

<sup>298</sup> Vgl. Kunath, Angelika in: Schulte/Bone-Winkel/Thomas, S. 164/165.

<sup>299</sup> Vgl. Pelikan, S. 134.

## Anlagen

### Anlage I:

#### Offene Immobilienfonds: solide Rendite, langfristige Wertsteigerung

Viele Anleger gehen bei der Geldanlage gerne auf Nummer Sicher. Aber auch, wer risikobereiter mit seinem Geld ist, sollte nie alles auf eine Karte setzen. Der Mix an Geldanlagen sollte möglichst ausgewogen sein. Offene Immobilienfonds gehören in jedem Fall dazu, weil sie langfristig eine solide Wertentwicklung aufweisen.

Immobilien sind traditionell eine Anlageform, die durch Wertbeständigkeit besticht. Doch nicht jeder ist in der Lage, sich ein Eigenheim oder eine Eigentumswohnung zu leisten. Ganz zu schweigen von der Beteiligung an ertragreichen Gewerbeimmobilien wie zum Beispiel Büros, Hotels oder Einkaufszentren. Offene Immobilienfonds bieten Anlegern die Möglichkeit, sich bereits mit geringen Beträgen an Immobilien zu beteiligen. Dies ist bereits mit 50 Euro möglich. Weil der Kreis der Käufer nicht begrenzt, also offen, ist und bereits kleine Anlagebeträge möglich sind, werden diese Immobilienfonds als „offen“ bezeichnet – im Gegensatz zu „geschlossenen“ Immobilienfonds.

#### Haus- und Grundbesitz ohne Aufwand

Stellen Sie sich den Fonds als einen Geldvorrat vor, mit dem Häuser und Grundstücke gekauft werden – gesicherte Sachwerte also, die vermietet oder verpachtet werden. Der Sparer kauft – entweder direkt bei der Fondsgesellschaft, über seine Bank oder Sparkasse, oder über einen Finanzvermittler – Anteilscheine eines Offenen Immobilienfonds und wird so automatisch zum Teilhaber an den Objekten, die sich in diesem Fonds befinden. Welche Objekte dies im Einzelnen sind, darüber informiert zum Beispiel der Jahresbericht des Fonds.

Wer Anteile Offener Immobilienfonds kauft, sichert sich das Know-how erfahrener Manager, und entgeht somit dem Aufwand, der bei einem direkten Hauskauf anfällt. Kaufen, bauen und langfristig vermieten, bei geeigneter Marktlage auch wieder verkaufen – das ist das tägliche Geschäft des Fondsmanagers. Die Anteile an einem Offenen Immobilienfonds können jederzeit wieder verkauft werden. Grundsätzlich sollte eine Anlage in solche Fonds jedoch langfristig gesehen werden.



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.



## Anlage II:

23

## Frage an Stefan Seip

## Ist der Offene Immobilienfonds noch zu retten?

Die Offenen Immobilienfonds finden noch nicht zur Normalität zurück. Drei Sondervermögen setzten die Rücknahme von Anteilscheinen für weitere zwölf Monate aus. Jetzt haben Aberdeen Immobilien und Axa IM die Mittel von bereits wieder geöffneten Fonds erneut eingefroren. Anleger und Vertrieb sind verunsichert. Droht das Konzept „Offener Immobilienfonds“ nach 50 Jahren zu scheitern? Für Stefan Seip steht das Investmentvehikel im Grundkonzept nicht zur Disposition, im Detail müsse aber nachgebessert werden. Der BVI hat seine Vorschläge formuliert, jetzt muss endlich der Gesetzgeber handeln. (Red.)

Die Frage nach dem Ob der Rettung stellt sich gar nicht, aber es geht um das Wie. Der Offene Immobilienfonds als solcher steht nicht zur Disposition. Konkret muss aber entschieden werden, wie die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen bei Offenen Immobilienfonds in Zukunft organisiert werden kann. Bleibt es bei der täglichen Verfügbarkeit, oder müssen Fristen festgelegt werden, um die Liquidität besser steuern zu können? Auch ein Fonds, der nur alle sechs Monate Mittelbewegungen zulässt, wäre ein „offener“ Fonds, aber das Produkt wäre dann neu zu positionieren.

Grundsätzlich streben wir an, für Privatanleger die tägliche Verfügbarkeit beizubehalten. Nach den ersten Rücknahmeaussetzungen hatte die Branche Anfang 2006 ein Maßnahmenpaket abgestimmt, um die tägliche Verfügbarkeit der Offenen Immobilienfonds wetterfest zu machen. Einen Teil dieser Maßnahmen haben die Gesellschaften durch Selbstverpflichtung umsetzen können, bei dem anderen Teil hätte es der Unterstützung durch den Gesetzgeber bedurft. Nachdem sich die damaligen Verspannungen schnell lösten, wurde dies aber nicht mit letzter Konsequenz weiter verfolgt. Auch hat sich gezeigt, dass Vereinbarungen über Kündigungsfristen mit institutionellen Investoren in der Liquiditätskrise im Oktober 2008 letztlich nicht durchsetzbar waren.

Aus dieser Vorgeschichte müssen jetzt die richtigen Konsequenzen gezogen werden. Mit unserem jüngsten Gesetzesvorschlag, den wir Anfang 2009 an den Gesetzgeber adressiert haben, werden wir zu einem wirksamen Schutz vor schubartigen Rückgaben kommen. Unser Lösungspaket hat vier Bausteine, um die grundsätzlich tägliche Veräußerbarkeit als wichtigen Vorteil bei Offenen Immo-

bilienfonds auch in Zukunft als Regellösung für den privaten Anleger aufrecht zu erhalten. Erstens sollen künftig private und institutionelle Anleger unterschiedlich behandelt werden. Für nicht-natürliche Personen soll eine gesetzliche Kündigungsfrist von zwölf Monaten eingeführt werden, sodass die übrigen Anleger vor dem überraschenden Abzug sehr hoher Beträge durch Vermögensverwalter und Dachfonds besser geschützt wären.

Zweitens sollen einzelvertragliche Vereinbarungen über weitergehende Halte- und Kündigungsfristen abweichend von den gesetzlichen Mindestvorgaben wirksam getroffen werden können. Dies ist nach dem derzeitigen Investmentgesetz nicht möglich, weil dort die Maßgabe der täglichen Rückgabe festgelegt ist. Diese Regelung ist im Sinne des Anlegerschutzes getroffen worden, sodass bisher



Stefan Seip, Hauptgeschäftsführer, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt am Main

nicht durch Einzelvertragsregelungen mit professionellen Anlegern davon abgewichen werden kann.

Drittens soll es in Zukunft Gelegenheit für eine „Verschnaufpause“ geben. Die Anleger sollen eine Kündigungsfrist von drei Monaten einhalten, wenn zuvor innerhalb von 30 Tagen mehr als fünf Prozent des Fondsvolumens abgeflossen sind. Beruhigt sich der Markt innerhalb dieser Kündigungsfrist, können die Anleger entscheiden, ob sie weiterhin im Fonds investiert bleiben oder Anteile zurückgeben wollen. Diese Kündigungsfrist wird in vielen Fällen dazu führen, dass es nicht zu einer Rücknahmeaussetzung kommt.

Viertens sollen Auszahlpläne auch bei Aussetzung der Rücknahme von Fondsanteilen weiter bedient werden dürfen – unter der Prämisse, dass die ordnungsgemäße Bewirtschaftung der Offenen Immobilienfonds dadurch nicht gefährdet ist. Dabei sollte die maximale Auszahlung pro Anleger 3 000 Euro im Monat nicht übersteigen.


Die neue Regierung hat im Koalitionsvertrag Aussagen getroffen, die uns zuversichtlich stimmen, dass die notwendigen Reformen schnell angegangen werden. Mit der notwendigen Weiterentwicklung der Rahmenbedingungen wären Offene Immobilienfonds für die Zukunft gut gerüstet und Klarheit und Sicherheit für Anleger sowie Anbieter geschaffen.

Offene Immobilienfonds sind und bleiben ein hervorragendes Instrument für längerfristig ausgerichtete Investoren. Doch muss man sich voraussichtlich auch von einigem Gewohntem verabschieden. So dürften die Renditen der einzelnen Offenen Immobilienfonds künftig stärker schwanken, weil auch die Märkte aufgrund steigender grenzüberschreitender Kapitalströme volatiler werden. Zyklen werden hingegen durch die breite Streuung und durch die Staffelung der Mietvertragslaufzeiten auch weiterhin abgedeckt. Für Anleger bieten Offene Immobilienfonds unverändert eine Kombination aus Sicherheit, Rendite, Steuervorteilen und Verfügbarkeit, die ihresgleichen sucht. Die Anleger in Deutschland vertrauten Offenen Immobilien-Publikumsfonds neue Mittel in Höhe von 3,1 Milliarden Euro seit Jahresbeginn an. Seit über 50 Jahren bieten Offene Immobilienfonds jedermann die Möglichkeit, kleinere oder größere Beträge nach dem Grundsatz der Risikomischung in Immobilien anzulegen. Das soll auch in Zukunft so bleiben. ■

## Anlage III:


✉ Kontakt 📍 Anreise 🗺 Sitemap 🖨 Rechner-Assistent 📖 Lexikon 📈 Kurse 🇩🇪

**Pionier der Offenen Immobilienfonds.**

  
**iii-investments.**

- Das Unternehmen
- Die Fonds
- Private Anleger
- Institutionelle Anleger
- Die Immobilien
- News / Vertrieb / Presse
- Broschüren / Downloads


- Geschichte
- Geschäftsführung
- Gesellschafter
- Gesetzlicher Rahmen
- Karriere



Auswahlhilfe  
Gesamtauswahl ▼

**Das Unternehmen**

iii-investments ist die Gründerin der Offenen Immobilienfonds in Deutschland. Sie ist die Immobilienfonds-Gesellschaft der HVB Group. iii-investments managt und verwaltet seit 1959 Offene Immobilien-Publikumfonds, den aus den ehemaligen iii-Fonds Nr.1 und Nr. 2 zusammengelegten EURO ImmoProfil, sowie den INTER ImmoProfil (ehem. iii-Fonds Nr. 3). Im weiteren 8 Offene Immobilien-Spezialfonds für institutionelle Anleger. Das verwaltete Fondsvermögen beträgt 5,0 Mrd. EUR. iii-investments erwirbt und verwaltet mit treuhänderischem Kapital ausgewählte, gewerbliche Qualitätsimmobilien und erwirtschaftet daraus Mieterträge.



---

**Anschrift**

iii-investments.  
Albrechtstraße 14  
80636 München  
Telefon +49-(0)89-12 173-0  
Telefax +49-(0)89-12 173-119  
E-mail [kontakt@iii-investments.de](mailto:kontakt@iii-investments.de)

---

**Amtsgericht-Registergericht**

München HRB 95098

---

**Umsatzsteuer-ID-Nr. Ust.-Nr.**

DE 129272789  
143/102/30007

---

**Gesellschafter**

UniCredit Bank AG  
Sitz: München  
VICTORIA Lebensversicherung AG  
Sitz: Düsseldorf

---

**Vorsitzender des Aufsichtsrates**

Dr. Reiner Meisinger

---

**Aufsichtsbehörde**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn  
Tel.: 0228/4108-0  
Siehe auch [Kontrollorgane](#)

[Impressum](#)

© 2001- 2009 , iii-investments, München

[Datenschutz](#)



## Pionier der Offenen Immobilienfonds.



investments.

[Das Unternehmen](#)  
[Die Fonds](#)  
[Private Anleger](#)  
[Institutionelle Anleger](#)  
[Die Immobilien](#)  
[News / Vertrieb / Presse](#)  
[Broschüren / Downloads](#)

[Geschichte](#)  
[Geschäftsführung](#)  
[Gesellschafter](#)  
[Gesetzlicher Rahmen](#)  
[Karriere](#)



Auswahlhilfe  
 Gesamtauswahl

### Geschichte

Die Internationales Immobilien-Institut GmbH (iii-investments) wurde als erste Kapitalanlagegesellschaft für Offene Immobilienfonds in Deutschland am 15.11.1958 federführend von der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG und Bayerischen Vereinsbank AG gegründet.

Das sind fast 50 Jahre von der faszinierenden Produktidee des Offenen Immobilienfonds bis zum wirtschaftsstarken Marktfaktor am Immobilien- und Kapitalmarkt.

Der Offene Immobilienfonds bietet jedermann die Chance, Anteilsbesitzer an einem Immobilienvermögen zu werden und dennoch jederzeit über sein Geld verfügen zu können.

Seit fast 50 Jahren investiert iii-investments das Kapital ihrer Anleger in qualitativ hochwertige Gewerbeimmobilien in europäischen Wirtschaftsregionen. Über 1 Million Anleger haben in dieser Zeit iii-investments ihr Vertrauen ausgesprochen.



Entwicklung des iii-Logos im Wandel der Zeit

Geschichtliche Meilensteine (Abriss)	Datum	Begebenheit
	15.11.1958	Gründung der Aktiengesellschaft
	16.02.1959	Auflegung des iii-Fonds Nr. 1
	1964	Erstes ausländisches Objekt in Rotterdam, Niederlande
	01.05.1965	Auflegung des iii-Fonds Nr. 2
	01.08.1970	Split 1:1 iii-Fonds Nr. 1
	01.10.1971	Split 1:1 iii-Fonds Nr. 2
	30.11.1984	Erster Spezialfonds iii-Fonds für IBM (bis 1989)
	24.04.1991	Umwandlung von AG in GmbH
	17.06.1997	Spezialfonds iii-Fonds Victoria Lebensversicherung
	18.03.1998	Auflegung des iii-Fonds Nr. 3
		Sowie weitere 7 Spezialfonds bis heute.
	2004	Neupositionierung am Markt: Aus "iii-Fonds" wird "iii-investments." Rückbesinnung auf das Attribut "Pionier der Offenen Immobilienfonds". Erstes Objekt eines OIF in Finnland. Wohnimmobilien im Portfolio des iii-Fonds Nr. 3.
	2005	Fondszusammenlegung: Der iii-Fonds Nr. 1 und der in <b>EURO ImmoProfil</b> umbenannte iii-Fonds Nr. 2 werden zum 31.01.2005 zusammengelegt. Der übertragende Fonds ist dabei der iii-Fonds Nr. 1 und der aufnehmende Fonds der EURO ImmoProfil. Zum 01.04.2005 wurde der ehem. iii-Fonds Nr. 3 in <b>INTER ImmoProfil</b> umbenannt.

## Anlage IV:

Investment-Information



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.

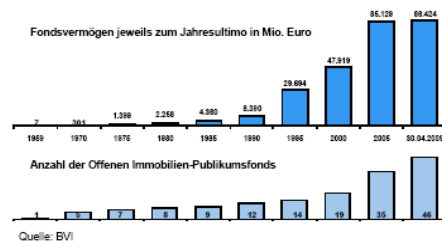
### 50 Jahre Offene Immobilienfonds in Deutschland

#### Eduard Oswald: Offene Immobilienfonds stabilisierender Faktor in Kapitalanlage

Wiesbaden, 23. Juni 2009. „Die Geschichte der Offenen Immobilienfonds ist Teil der Historie der Bundesrepublik Deutschland. Offene Immobilienfonds waren und sind ein stabilisierender Faktor in der Anlageentscheidung der Bevölkerung. Auch in Zukunft sollen Offene Immobilienfonds vernünftige Rahmenbedingungen vorfinden. Daher werden sicher in der nächsten Legislaturperiode weitere gesetzliche Anpassungen diskutiert“, sagte **Eduard Oswald**, Vorsitzender des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages und ehemals Bundesminister für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau. Bei einem Symposium zum 50-jährigen Jubiläum der Offenen Immobilienfonds (OIFs) in Wiesbaden würdigte Oswald in seiner Eröffnungsrede die Anlageklasse als eine ideale Möglichkeit, in Immobilien zu investieren.

**Barbara Knoflach**, Mitglied des Vorstands im BVI Bundesverband Investment und Asset Management und CEO der SEB Asset Management AG, sieht in der Immobilienanlage zwei Megatrends: den Trend von der Anlage im eigenen Land zur internationalen Diversifikation und den Trend von der Direktanlage zur indirekten Anlage über Fonds. „Beide Zielrichtungen bedient der Offene Immobilienfonds sowohl für private als auch für institutionelle Anleger“, so Knoflach in ihrem Vortrag vor gut 100 Teilnehmern aus Wirtschaft, Politik und

Entwicklung des Fondsvermögens und der Anzahl  
Offener Immobilien-Publikumsfonds



Abteilung  
Medien und Kommunikation  
Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main  
Postfach 10 04 37  
60004 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/154090-0  
Fax: 069/154090-238  
presse@bvi.de  
www.bvi.de

Wissenschaft. Nachdem 1959 der erste OIF aufgelegt wurde, seien heute 46 Offene Immobilienpublikumsfonds am deutschen Markt vertreten. Allein von 1990 bis heute habe sich deren Fondsvermögen mehr als verzehnfacht, auf 86,4 Mrd. Euro zum 30. April 2009. Hinzu kämen 124 Offene Immobilienspezialfonds mit einem Volumen von 24 Mrd. Euro für institutionelle Anleger. Der gesetzliche Rahmen von OIFs sei in dieser Zeit zielführend ausgebaut worden. Knoflach hob in diesem Zusammenhang die Möglichkeiten zur geografischen Streuung der Anlageobjekte hervor, die wiederum das Risiko eines OIFs senkten.

Für **Uwe Ditt**, Vorsitzender des Vorstands des BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen, ist die Unabhängigkeit der Sachverständigen bei der Bewertung von hoher Bedeutung. Pauschale Abwertungsprognosen halte er für „hochgradig gefährlich“. „Die Portfolien der OIFs sind im Durchschnitt qualitativ sehr gut und wurden insbesondere im Laufe der letzten zehn bis zwölf Jahre überwiegend deutlich verjüngt und gut diversifiziert. Die Vermietungsquote ist gemessen am Markt überdurchschnittlich“, erläuterte Ditt den Seminarteilnehmern.

Auch aus Sicht der Wissenschaft leisten OIFs einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation der Portfolios privater und institutioneller Investoren. „Die Eignung Offener Immobilienfonds in privaten und institutionellen Portfolios erklärt sich durch das geringe Risiko dieser Kapitalanlage und durch geringe Korrelationen zu anderen Anlageklassen“, erläutert **Professor Lutz Johanning** vom Lehrstuhl für Empirische Kapitalmarktforschung an der WHU–Otto Beisheim School of Management. Diese positiven Eigenschaften zeigten sich insbesondere in Krisenzeiten. Der positive Diversifikationseffekt bleibe auch während der aktuellen Finanzmarktkrise erhalten bzw. verstärke sich sogar leicht, so Johanning.

### Offene Immobilienfonds im Investmentgesetz

**Bis 1969** fielen OIFs nicht in den Anwendungsbereich des KAGG von 1957

**1969 KAGG-Novelle** mit besonderen Vorschriften für Grundstücks-Sondervermögen (bez. Vertragsbedingungen, Organisation, Investmentgeschäft)

**1990 1. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG):** Erwerb von Grundstücken in allen EU-Mitgliedsstaaten wird unbegrenzt zugelassen (vorher: mindestens 80% in D)

**1998 3. FMFG:** Beteiligung an Grundstücks-Gesellschaften und Anlage der Liquidität in Geldmarkt- oder Wertpapierfonds wird zugelassen

**2002 4. FMFG:** Minderheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften werden zugelassen; Erwerb von Grundstücken außerhalb der EU ohne Begrenzung möglich; gleichzeitig Begrenzung des Währungsrisikos auf 30 Prozent

**2007 InvG-Novelle:** Mehrstöckige Immobilien-Gesellschaften werden zugelassen; Immobilien-Spezialfonds dürfen von gesetzlichen Anlagegrenzen abweichen

Quelle: BVI

## Anlage V:

© Allianz Global Investors 2010 > Impressum > Datenschutz-Grundsätze > Nutzungsbedingungen TOP

Online Depot > Sitemap > Hilfe > Kontakt

DEUTSCHLAND

Privatkunden Vertriebspartner Institutionelle International **Über uns**

Porträt Presse Corporate Governance Stellenangebote Auszeichnungen Kontakt Hilfe

Marktüberblick

DAX	Nasdaq	Nikkei
5.722,05		
+0,73%		

DAX 5.722,05 +0,73%  
MDAX 7.597,39 -0,03%  
TecDAX 816,22 +0,06%  
Allianz SE 82,24 -0,40%

Online Depot  
Fondspreisabo  
Newsfeed  
Newsletter

**Gesetzliche Regelungen**

Investment- oder Kapitalanlagegesellschaften unterliegen in Deutschland strengen gesetzlichen Regelungen, die dem Schutz der Anleger dienen. Oberstes Gebot ist dabei das "Handeln im Interesse der Anleger".

**Behördlich beaufsichtigt**

In Deutschland werden Ihnen Fonds von inländischen und ausländischen Investmentgesellschaften angeboten. Deutsche Investment- oder Kapitalanlagegesellschaften haben den Status von Spezialkreditinstituten. Sie unterliegen dem Investmentgesetz und bedürfen der Genehmigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Diese prüft auch die Übereinstimmung der Vertragsbedingungen mit den gesetzlichen Vorgaben.

Ausländische Investmentgesellschaften sind häufig anders organisiert als deutsche und die Unterschiede in der Rechtskonstruktion sind oft erheblich. Grundsätzlich gilt aber zum Schutz der Anleger: Ausländische Investmentgesellschaften, die Produkte in Deutschland vertreiben, unterliegen hinsichtlich des Vertriebs den Vorschriften des Investmentgesetzes. Die Einhaltung der spezifischen deutschen Vorschriften prüft die zuständige Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Streng getrennt: Fondsvermögen und Kapital der Investmentgesellschaft**

Mit dem Kauf von Anteilscheinen an einem Fonds werden Sie als Anleger Mitberechtigter am Fondsvermögen; Sie werden aber kein Mitgesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft. Ihre Einzahlungen werden einem Sondervermögen zugeführt, das - aus Gründen des Anlegerschutzes - vom Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt gehalten werden muss. Dieses Sondervermögen haftet nicht für Schulden der Kapitalanlagegesellschaft.

**Interessenskonflikten vorgebeugt: Der Depotbank obliegt die Kontrolle**

Aufgabe der Kapitalanlagegesellschaft ist es, das Sondervermögen professionell für den Anleger zu verwalten. Getrennt von dieser Verwaltung hat eine Verwahrung der Gelder bei einer unabhängigen Depotbank zu erfolgen. Die Depotbank errechnet beispielsweise regelmäßig unter Mitwirkung der Kapitalanlagegesellschaft Ausgabe- und Rücknahmepreise der Anteile. Personelle Verflechtungen zwischen der Geschäftsführung der Depotbank und der Kapitalanlagegesellschaft sind nicht erlaubt.

**Investmentdreieck**

```
graph TD;
  A[Anleger] -- "Anlagevertrag" --> F[Fonds];
  F -- "Geld" --> A;
  F -- "Verwaltung" --> K[Kapitalanlagegesellschaft];
  K -- "Kontrolle Verwahrung" --> F;
  K -- "Depotbank-vertrag" --> D[Depotbank];
  D -- "Ausgabe/Rücknahme der Anteile" --> F;
```

Quelle: BVI "Investmentfonds - rechtliche Grundlagen"



## Anlage VI:

### manager-magazin.de

URL: <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html>

06. Oktober 2009, 08:26 Uhr

#### Immobilienfonds

### Geschlossen, beschossen - entschlossen?

Von Arne Gottschalck

Noch immer sind einige Immobilienfonds für ihre Anleger verschlossen und ernten entsprechend viel Kritik. Wie geht es mit dieser Anlagegattung nun weiter. Und was hat die Branche aus der Krise gelernt?

Eltville/Hamburg - Wenn eine lapidare Pressemitteilung eine gute Nachricht sein kann, so war es für die Anleger der Immobilienfonds zuletzt eine aus dem Hause Jens Ehrhardt. Am 16. September verkündete die Gesellschaft, ihr Immobiliendachfonds DJE Real Estate sei wieder geöffnet. Dessen Anleger dürften aufgetatet haben. Das Gleiche war in den vergangenen Wochen und Monaten von Axa über ihren Immoselect zu hören oder von KanAm und ihrem Grundinvest. Ist damit alles wieder im Lot? Nein.



Verschlossen: Zumindest bei einigen Immobilienfonds ist das noch der Fall

© DPA

So scheint es auch Barbara Knoflach zu sehen. Sie ist Vorstandsvorsitzende von SEB Asset Management, Geschäftsführerin der SEB Investment und Lenkerin des SEB Immoinvest und Vorstand im Bundesverband Investment und Asset Management (BVI). Hätte der Immobilienfonds ein Aushängeschild in Deutschland - mit dieser Ämterhäufung käme Knoflach ihm vermutlich ziemlich nahe.

"Was jetzt noch geschlossen ist, sind Nischenprodukte und das dauert auch noch an", sagt sie mit Blick auf die noch geschlossenen Fonds auf einer Veranstaltung des BVI. Tatsächlich kommen zum Beispiel die Anleger des Morgan Stanley P2 Value noch immer nicht an ihr Geld. Knoflachs Lehre aus der Krise ist daher klar. Die "nicht-natürlichen" Personen - institutionelle Anleger also - sollten zwölf Monate im Fonds bleiben, so lautet auch die Forderung des BVI.

Selbst Endanlegern soll ihr Geld unter Umständen erst nach 90 Tagen ausgezahlt werden. Denn genau das war es, woran diese Anlageklasse im Oktober 2008 zu kippen drohte. Massive Mittelabflüsse der semi-institutionellen Anleger - zum Beispiel Dachfonds - hatten die Kassenbestände der Fonds zusammenschmelzen lassen.

Vom "Missbrauch einzelner Marktteilnehmer als kurzfristige Parkposition" spricht der Kölner Vermögensverwalter Markus Zschaber. Der nächste Schritt wäre der Verkauf einzelner Immobilien gewesen, um die Anleger noch auszahlen zu können. Doch inmitten der Finanzkrise wäre das vermutlich ein selbstmörderischer Schritt gewesen. So setzten die Gesellschaften stattdessen die Rücknahme der Anteilscheine aus.

"Der wichtigste Punkt ist nun mit Sicherheit die Neuausrichtung, dass es nicht mehr so ohne Weiteres möglich ist, kurzfristige Liquidität in den Fonds zu 'parken', wie es noch früher häufig praktiziert wurde", sagt Zschaber. "Nahezu alle Gesellschaften arbeiten nun mit sogenannten Vereinbarungen, die eine längerfristige Investition der Investoren garantiert."

Etlche Anbieter hatten bereits vor dem Oktober 2008 mit ihren institutionellen Anlegern Abreden genau darüber getroffen, doch offenbar wurden sie nicht immer eingehalten. Vermutlich auch, weil die Fondsgesellschaft gar nicht erkennen kann, von wem eine Überweisung stammt. Für Knoflach ist die Schlussfolgerung daher klar - "da muss der Gesetzgeber her". Und am besten die Ideen des Fondsverbands aufgreifen.



Aber auch der Anleger selbst müsse umlernen. Denn die Krise hat noch ein weiteres offengelegt. "Die Volatilität wird tendenziell steigen und neue Produkte werden kommen", sagt Knoflach. "Man muss sich klarmachen, dass Immobilienfonds keine homogene Masse mehr sind." 2007 gab es zum Beispiel Fonds mit einem Plus von 16 Prozent und solche mit 0. Und weiter: "Ein ewiges Plus ist nicht garantiert." Tatsächlich scheinen die Zeiten scheinbar einfacher Gewinne vorbei.

Theoretisch könnten zum Beispiel die Mieterträge auf breiter Front einbrechen und damit die Arbeit der Fondsmanager erschweren. Eine Statistik des BVI legt allerdings nahe, dass das so schnell nicht gehen wird. Denn bis 2013 müssen nur rund 10 Prozent der Mietverträge neu verhandelt werden. Über 50 Prozent sind erst nach 2014 fällig. Das ist deswegen ein Vorteil, weil der Eigentümer einer Immobilie in wirtschaftlichen Schwächephasen keine hohen Mieten durchsetzen kann. Das zeigt das Beispiel Nomura. Dem japanischen Konzern gelang es unlängst, im Rahmen eines 20-jährigen Mietvertrags für seine Londoner Europa-Zentrale immerhin sechs mietfreie Jahre auszuhandeln. Vor der Pleite eines oder mehrerer Mieter schützt auch die zeitliche Staffelung der Verträge nicht. Aber sie federt sie zumindest ab.



Fondsmanagerin Knoflach: Immobilienfonds machen nur 3 Prozent des gesamten Immobilienmarkts aus. Daraus einen Markteinfluss zu lesen, sei "schmeichelhaft, aber falsch."

Auch Abwertungen könnten den Immobilienfonds das Geschäft erschweren. Unter Abwertungen versteht man die Korrektur der Buchwerte der Immobilien im Fondsvermögen nach unten. Gerade das Beispiel des Morgan Stanley P2 Value sorgte für Aufsehen, als sein Immobilienbestand im Sommer dieses Jahres um über 10 Prozent abgewertet werden musste. Ein generelles Problem? Zumindest der Branchentenor lautet, dank der globalen Streuung gegenüber regionalen Abwertungen gut aufgestellt zu sein.

Rückblickend und ohne einen bestimmten Fonds zu nennen, sagt Knoflach: "Die Krisenfälle waren vorhersehbar. Wenn ein bestimmter Fonds 50 Prozent der Gelder in zwei Immobilien steckt ..."

Aber auch regulatorische Fährnisse können den Immobilienfonds durcheinanderwirbeln. Zum Beispiel solche Fährnisse, wie sie der Entwurf der AIFM-Richtlinie mit sich bringen könnte, die "Alternative Investments Fund Managers Directive".

Sie beinhaltet unter anderem die Forderung nach einer täglichen Bewertung. Im Fall der Immobilienfonds geht Knoflach davon aus, dass damit der Fonds selbst gemeint ist, nicht aber dessen zugrunde liegenden Immobilien. Als Richtlinie muss die AIFM allerdings erst auf EU-Ebene beschlossen und dann auf nationaler Ebene umgesetzt werden. Und da gibt sich der BVI zuversichtlich, bis dahin entscheidende Änderungen herbeigeführt zu haben.

In der Zwischenzeit versuchen jene Fondsmanager, deren Produkte ihre Anleger noch nicht auszahlen können, die Zeit zu nutzen und ihre Kassenlage zu verbessern - "Aufbau ausreichender liquider Mittel" heißt es zum Beispiel in einer Meldung zum Degi Europa, der noch voraussichtlich bis zum 31. Oktober geschlossen bleiben wird.

Ein ähnliches Bild zeigt sich beim TMW Immobilien Weltfonds. Auch er zahlt seine Investoren noch nicht aus - doch das soll sich im vierten Quartal ändern. Derweil hat das Management die Zeit der Schließung genutzt, so eine Pressemitteilung des Hauses, "die Liquidität ihres offenen Immobilienfonds schnellstmöglich wiederherzustellen." In Zahlen: Während die Liquidität des Fonds am 28. Oktober 2008 bei 8,5 Prozent lag, sollen es bis Ende Oktober dieses Jahres 20 Prozent sein. Beim gleichfalls noch versiegelten UBS 3 Kontinente Immobilien dürfte es ähnlich aussehen.

Die Anleger zumindest, die noch im Oktober 2008 mit den Füßen abgestimmt haben, kommen vorsichtig zurück. Von Anfang 2009 bis August flossen der Anlageklasse insgesamt über drei Milliarden Euro zu. Die Kernforderung indes bleibt allerdings trotz der anscheinenden Entspannung der Lage klar. "Investoren sollten diesem Segment nicht durch kurzfristige Anlagen schaden", so Vermögensverwalter Zschaber. "Denn ein offener Immobilienfonds kann nur so attraktiv sein, wie es seine Investorengruppe zulässt." Eine Formulierung, wie sie vermutlich auch der BVI unterschreiben würde.

## Anlage VII:

Montag, 15.02.2010

# Handelsblatt

» Artikel drucken  
» PDF generieren

NEUREGELUNG

16.01.2010

## Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff

**Die Anbieter offener Immobilienfonds haben einen weiteren Schritt zur Eindämmung plötzlicher hoher Mittelabflüsse getan. Künftig werden die Depotbanken Auskunft darüber geben, ob eine Privatperson oder ein institutioneller Investor Geld anlegt.**

von Reiner Reichel

FRANKFURT. Die Vorgespräche mit der Kreditwirtschaft über die technische Durchführbarkeit seien erfolgreich abgeschlossen worden, sagt Reinhard Kutscher, Vorsitzender des Immobilienausschusses im Fondsbranchenverband BVI und Sprecher der Geschäftsführung der Union Investment Real Estate (UIRE). Erst die bisher noch nicht mögliche Identifikation institutioneller Investoren - im Juristendeutsch "nichtnatürliche Personen" genannt - ermöglicht es, die einjährige Kündigungsfrist für Anteile Institutioneller in Publikumsfonds durchzusetzen. Depotbanken verwalten die Fondsanteile für die Anleger.

Privatanleger sollen davon nicht betroffen sein und ihre Anteile weiterhin börsentäglich zurückgeben können. Das Investmentgesetz soll in diesem Jahr novelliert werden, da es ohnehin europäischen Vorgaben angeglichen werden muss. Ob die Vorschläge so umgesetzt werden, ist jedoch noch offen.

Im Oktober 2008 hatte vor allem die Flucht institutioneller Anleger aus offenen Immobilienfonds zwölf Fonds in so große Liquiditätsnöte gebracht, dass sie die Anteilsrücknahme für alle Anteilsinhaber aussetzen mussten. Zeitweise waren mehr als 30 Mrd. Euro Anlegergelder blockiert. Heute stecken noch gut acht Mrd. Euro in fünf Fonds fest.

Nachdem Ende 2005 erstmals Immobilienfonds geschlossen worden waren, hatte sich die Branche selbst verpflichtet, künftig keine frischen institutionellen Gelder in Publikumsfonds anzunehmen. Doch Verstöße dagegen führten erneut in die Krise. Anbieter, die hohe Summen institutioneller Anleger verwalteten, versuchten sich bisher immer mit dem Hinweis zu entschuldigen, sie könnten die Herkunft der Gelder nicht kontrollieren. Depotbanken würden darüber keine Auskünfte geben, wurde argumentiert.

### Verwalter großer Privatvermögen sind nicht betroffen

Die geplante Neuregelung kann allerdings nicht verhindern, dass Vermögensverwalter bei ihnen gepoolte Gelder von Privatanlegern auf einen Schlag abziehen. "Ein überschaubares Problem", meint aber Kutscher.

Als zusätzliches Instrument zur Liquiditätssicherung müssen die Vertragsbedingungen aller Publikumsfonds die Möglichkeit einer dreimonatigen Kündigungsfrist für den Fall vorsehen, dass binnen 30 Tagen mehr als fünf Prozent der Anteile zurückgegeben werden. Diese Klausel gilt für alle Anleger. Ihre Anwendung ist in das Ermessen des Fondsmanagements gestellt. Der Hintergrund dieser Regelung: Eine Gesellschaft, deren Fondsvermögen zu 30 Prozent aus liquiden Mitteln besteht, ist weniger gefährdet, schließen zu müssen, als eine, die über einen halb so hohen Anteil verfügt.

© 2009 ECONOMY.ONE GmbH - ein Unternehmen der **Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH**

Verlags-Services für Werbung: [www.iqm.de](http://www.iqm.de) (Mediadaten) | Verlags-Services für Content: [Content Sales Center](#) | [Sitemap](#) | [Archiv](#) | [Schlagzeilen](#)

Powered by **Interactive Data Managed Solutions**

Keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben. Bitte beachten Sie auch folgende [Nutzungshinweise](#), die [Datenschutzerklärung](#) und das [Impressum](#).



## Anlage VIII:

**KESTER-HAEUSLER-STIFTUNG**  
Forschungsinstitut für Bank- und Kapitalanlagerecht

STARTSEITE ÜBER UNS ÖFFENTLICHKEITSARBEIT KONTAKT IMPRESSUM

### Geschlossene Immobilienfonds

Artikel gespeichert unter: [geschlossene](#)

#### 1. Was ist ein geschlossener Immobilienfonds?

Bei einem geschlossenen Immobilienfonds zeichnet eine begrenzte Anzahl von Anlegern Anteile an einer Gesellschaft. Das Fondskonzept bezieht sich jeweils auf ein konkretes oder mehrere vorher definierte Bauvorhaben bzw. bereits fertig gestellte Fondsimmobiliien (beispielsweise mit Wohnungen oder Gewerberäumen).

Als Gegenleistung erhält der Fondsgesellschafter eine prozentuale Beteiligung an der Fondsimmobilie und an dem (negativen) steuerlichen Ergebnis der Fondsgesellschaft. Hat die konzeptionell vorgesehene Zahl von Anlegern eine Beteiligung an der Fondsgesellschaft erworben, wird der Immobilienfonds geschlossen.

#### 2. Welche Arten von geschlossenen Immobilienfonds gibt es in Bezug auf die Finanzierung der Gesellschaft?

Man unterscheidet Eigen- und Fremdkapitalfonds.

Ein Eigenkapitalfonds finanziert sich ausschließlich aus den eingezahlten Geldern der Anleger. Das Geld wird aus dem Vermögen der einzelnen Fondsgesellschafter erbracht. In diesem Fall spricht man von einer Außenfinanzierung.

Ein Fremdkapitalfonds setzt dagegen auf eine Innenfinanzierung durch den geschlossenen Immobilienfonds selbst. Die Fondsgesellschaft finanziert sich dann zusätzlich zu den Geldern der Anleger aus Fremdkapital, also meistens aus einem Bankdarlehen.

#### 3. Welche Arten von geschlossenen Immobilienfonds gibt es in Bezug auf die unterschiedlichen Anlageziele eines Gesellschafters?

Man unterscheidet zwischen steuer- und ausschüttungsorientierten Fondsgesellschaften.

Steuerorientierte geschlossene Immobilienfonds erzielen in der Investitionsphase hohe negative Anlaufergebnisse und in der Mietphase niedrige steuerrechtliche Ergebnisse durch Fremdkapitaleinsatz. Geeignet ist dieses Konzept für Steuerpflichtige mit einer hohen Steuerprogression, die eine Steuerstundung erreichen wollen. Durch die restriktive Steuergesetzgebung und das Auslaufen der Sonderabschreibung Ost haben sich die Vorteile eines solchen Fondskonzepts nun aber weitgehend aufgelöst.

### Themen

- [Aktien](#)
- [Anlageberater / Anlagevermittler](#)
- [Anlagemotive](#)
- [Aufsichtsräte in Banken](#)
- [Australien](#)
- [Bankenhaftung](#)
- [Begriffserklärungen](#)
- [Beratungsprotokoll](#)
- [Depotprüfung](#)
- [Dubai](#)
- [Emissionsprospekte](#)
- [Fonds](#)
  - [... geschlossene](#)
  - [... offene](#)
- [Genussscheine](#)
- [Griechenland](#)
- [Haustürgeschäfte](#)
- [Initiatorenhaftung](#)
- [Investmentanteilscheine](#)
- [Kanadisches Investitionsrecht](#)
- [Niederländisches Kapitalanlagerecht](#)
- [Optionsscheine](#)
- [Österreichisches Kapitalanlagerecht](#)
- [Pfandbriefe](#)
- [Pressemitteilungen](#)
- [Rating](#)
- [Rechtssprechung](#)
- [Risikoaufklärung](#)
- [Senioren als Anleger](#)
- [Stille Gesellschaft](#)
- [Wertpapiere](#)
- [Zertifikate](#)

### Links



Demgegenüber gewinnt die ausschüttungsorientierte Fondsgesellschaft an Bedeutung. Diese ist häufig als KG ausgestaltet und stärker mit Eigenkapital der Anleger finanziert. Der Fondsgesellschafter profitiert von meist steuerfreien und weitgehend vor Inflation geschützten Ausschüttungen.

Im Einzelfall können die Anlageziele sehr stark variieren. Es gibt Anleger die nur Steuervorteile erhalten wollen. Andere Gesellschafter beabsichtigen Rendite zu erwirtschaften oder gar eine sichere und risikolose Altersvorsorge zu erwerben.

4. Gibt es weitere Möglichkeiten, wie ein geschlossener Immobilienfonds ausgestaltet werden kann?

Es gibt vor allem folgende, besondere Gestaltungsmöglichkeiten bei Fondsgesellschaften.

Bei einem Blind Pool gibt der Initiator nur bestimmte Auswahlkriterien vor. Das Objekt selbst wird erst nach der abgeschlossenen Finanzierung erworben.

Ansparfonds sind geschlossene Immobilienfonds mit einer Innenfinanzierung. Die einzelnen Fondsgesellschafter erbringen zur Finanzierung über einen längeren Zeitraum Raten und verzichten gleichzeitig auf Ausschüttungen.

Das Hamburger Modell ist häufig als KG ausgestaltet und motiviert Anleger, sich als Bauherrengemeinschaft zusammenzuschließen, um ein Gebäude zu errichten. Nach der Fertigstellung der Fondsimmoblie erfolgt eine Umwandlung des Gesellschaftseigentums in Sondereigentum. Es entsteht eine WEG.

Ein Leasingfonds wird oft in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG aufgelegt. Ein Leasingfonds ist vor allem dann interessant, wenn ein bewegliches Wirtschaftsgut mit einer steuerlich günstigen, kurzen Nutzungsdauer (beispielsweise ein Flugzeug) von einer Investorengruppe erworben und an den Nutzer zurückgeführt wird.

Modernisierungsfonds zeichnen sich durch eine sehr hohe Fremdfinanzierung und hohe negative Anfangsergebnisse aus. Beabsichtigt ist die Sanierung von Altbauen, häufig Wohnhäusern.


5. In welcher Rechtsform kann ein geschlossener Immobilienfonds gegründet werden?


In aller Regel ist eine Fondsgesellschaft als Gesellschaft bürgerlichen Rechts gemäß §§ 705 ff. BGB oder als Kommanditgesellschaft nach §§ 161 ff. HGB ausgestaltet. In beiden Fällen ist der geschlossene Immobilienfonds keine Kapitalgesellschaft, wie eine GmbH oder AG, sondern eine Personengesellschaft.

6. Welcher rechtliche Hintergrund ergibt sich daraus, dass der geschlossene Immobilienfonds eine Personengesellschaft ist?


Sowohl als Gesellschaft bürgerlichen Rechts, als auch als Kommanditgesellschaft ist die Fondsgesellschaft rechts- und parteifähig, kann also selbst Träger von Rechten und Pflichten sein und in einem Gerichtsverfahren auftreten (BGH in NJW 2001, 1056, BGH in NJW 2002, 1207).

 [Forschungsinstitut für internationales Miet- und Immobilienrecht](#)

 [Forschungsinstitut für Seniorenwissenschaften](#)

 [Kester-Haeusler-Stiftung](#)

## Feeds

 [Einträge \(RSS\)](#)

 [Kommentare \(RSS\)](#)

Der Anleger einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts haftet akzessorisch, also genauso wie der geschlossene Immobilienfonds, für dessen Gesellschaftsverbindlichkeiten gemäß § 128 HGB analog mit seinem Privatvermögen, soweit nicht in dem jeweils maßgeblichen Vertrag eine Haftungsbeschränkung vereinbart ist (BGH in BGHZ 142, 315, BGH in BGHZ 146, 341).

Die Kommanditgesellschaft ist ebenfalls rechts- und parteifähig. Der Anleger einer Kommanditgesellschaft kann ein Haftungsrisiko insoweit ausschließen, als seine Haftung auf die (bereits gezahlte) Einlage grundsätzlich beschränkt ist.

7. Kann ein Anleger von dem geschlossenen Immobilienfonds die Namen und Adressen seiner Mitgesellschafter herausverlangen?

Jeder Anleger hat grundsätzlich das Recht, sich mit seinen Mitgesellschaftern abzusprechen und diese zu informieren, sodass ihm die Namen und Adressen hierzu bekannt gegeben werden müssen.

Etwas anderes gilt ausnahmsweise dann, wenn die Anleger durch einen Treuhänder vertreten werden, der nach außen für die anonym bleibenden Gesellschafter auftritt. Dann haben die Anleger den Wunsch auf Anonymität vorrangig geäußert und zu beachten.

Das gilt aber dann nicht, wenn ein gesellschaftlicher Krisenfall eintritt oder wenn die Interessen des einen Gesellschafters auf Herausgabe der Namen und Adressen gegenüber diesem Anonymitätswunsch überwiegen (LG Berlin in NZG 2001, 375).

8. Sind Anleger geschlossener Immobilienfonds verpflichtet, Nachschüsse an die Fondsgesellschaft zu zahlen?

§ 707 BGB zeigt, dass solche Nachschüsse (oft auch als Sonderopfer bezeichnet) eigentlich nur im Ausnahmefall von einem Gesellschafter eingefordert werden können. Das gilt nicht nur bei einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts, bei der Nachschüsse ohnehin erst im Liquidationsstadium gesetzlich vorgesehen sind (BGH in BGHZ 153, 214), sondern erst recht für einen Anleger, der einer Kommanditgesellschaft beigetreten ist. Dieser will von Anfang an nur seine Kommanditeinlage einzahlen.

Ein GbR-Gesellschafter ist deshalb auch nur in Ausnahmefällen dazu verpflichtet, Nachschüsse zu leisten. Voraussetzung hierfür ist nicht nur ein wirksamer Gesellschafterbeschluss, sondern auch, dass im Gesellschaftsvertrag die Nachschüsse der Höhe und dem zeitlichen Umfang nach genau bezeichnet sind (BGH in WM 2005, 1608). Vergleichbares gilt für Gesellschafter, die an einer Kommanditgesellschaft beteiligt sind.

9. Was geschieht, wenn ein Anleger (beispielsweise mittels außerordentlicher Kündigung) aus dem geschlossenen Immobilienfonds ausscheidet?

Ein ausscheidender Anleger erwirbt einen Abfindungsanspruch in Höhe des wahren Anteilswerts (BGH in BGHZ 26, 330). Das heißt, dass er gerade nicht seine Einlage zurückerhält. Bei der Berechnung eines Abfindungsanspruches ist insbesondere der Wert der Immobilie der Darlehensverbindlichkeit

gegenüberzustellen. Reicht das Vermögen des geschlossenen Immobilienfonds für eine Abfindung nicht aus, weil das Darlehen den Immobilienwert übersteigt, so muss der Gesellschafter aufgrund eines negativen Abfindungsguthabens noch eine Nachzahlung an die Gesellschaft zahlen. In diesem Fall wird er aber von einer Haftung für die Bankverbindlichkeiten des geschlossenen Immobilienfonds frei. Außerdem haftet der Anleger nicht mehr für Verbindlichkeiten der Gesellschaft, die nach seinem Ausscheiden entstehen.

10. Ist bei einem als Kommanditgesellschaft ausgestalteten geschlossenen Immobilienfonds jegliche Haftung nach Leistung der Einlage für den Anleger ausgeschlossen?

Bei einer Kommanditgesellschaft wird einem Anleger nicht nur diese auf die Einlage bezogene Haftungsbegrenzung geschildert, sondern auch die Rendite in Gestalt von steuerfreien Ausschüttungen als Vorteil genannt. Beide Anlagemotive können miteinander kollidieren (BGH in KaRS 1990, 373).

Das zeigt § 172 Abs.4 HGB, denn häufig sind Geldauszahlungen, die fälschlicherweise als Ausschüttungen bezeichnet werden, nur dann steuerfrei, wenn es sich um Rückzahlung von Eigenkapital handelt und kein Gewinn ausgezahlt wird.

In einem solchen Fall lebt in Höhe der ausgezahlten Gelder die Haftung eines Kommanditisten wieder auf, weil die Gläubiger jeden Anleger bis zur Höhe seiner Einlage in Anspruch nehmen können und diese Einlage nicht mehr vollständig in der Gesellschaft vorhanden ist.

11. Kann auch ein geschlossener Immobilienfonds die als Ausschüttungen bezeichneten Geldauszahlungen aus dem Eigenkapital zurückfordern?

Eine Gesellschaft hat für dieses Verlangen grundsätzlich keine Rechtsgrundlage, weil einerseits § 172 Abs.4 HGB nur das Verhältnis zwischen Gläubiger und Anleger regelt, andererseits allein ein Gesellschafterbeschluss keine ausreichende Rechtfertigung für eine Rückforderung bietet. Es gibt auch keine andere gesetzliche Grundlage, auf die sich eine Gesellschaft hierfür berufen könnte. Deshalb darf eine „Ausschüttung“ dem Anleger verbleiben, der allerdings damit rechnen muss, gegenüber den Gläubigern des geschlossenen Immobilienfonds in Höhe dieses Betrags zu haften (LG München I, Urteil vom 08.06.2005, AZ 15 S 22074/04). Eine andere Frage ist, ob ein Insolvenzverwalter für die Gläubiger die Ausschüttungen einfordern kann. Häufig ist dieses Recht des Insolvenzverwalters dadurch eingeschränkt, dass eine Treuhandgesellschaft zwischengeschaltet ist. In dieser Situation müsste der Insolvenzverwalter eigentlich den Treuhänder in Anspruch nehmen, der dann wieder auf den Anleger zurückgreift.

Haben Sie Fragen? [E-Mail an das Forschungsinstitut/a>](#)

« [Beratungsbogen](#) [Widerruf bei fremdfinanziertem Kapitalanlageerwerb](#) »

## Anlage IX

Investment-Information



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.

### **Offene Immobilienfonds haben Auslands- anteil weiter ausgebaut**

### **Breites Spektrum unterschiedlicher Größen im Objektbestand**

Frankfurt am Main, 15. Juni 2009. Deutsche Offene Immobilienfonds verstärken weiter ihre Anlagen im Ausland. Dies hat eine Auswertung des BVI Bundesverband Investment und Asset Management zum 31. März 2009 bei seinen Mitgliedern ergeben. Der Auslandsanteil stieg im vergangenen Jahr im Schnitt von 68,6 Prozent (31. März 2008) auf 70,3 Prozent (31. März 2009). Davon profitierten insbesondere außereuropäische Länder. In diesen wuchs der Anteil der Immobilienbestände von Offenen Immobilienfonds binnen Jahresfrist von 9,7 Prozent auf 12,3 Prozent. Der Deutschlandanteil reduzierte sich von 31,4 Prozent auf 29,8 Prozent. In Großbritannien sank der Anteil der Liegenschaften Offener Immobilienfonds um zwei Prozentpunkte, von 11,5 Prozent (31. März 2008) auf 9,5 Prozent (31. März 2009), was den deutlichsten Rückgang darstellt. Außerhalb Europas investieren Offene Immobilienfonds vor allem in den USA, Japan und Kanada.

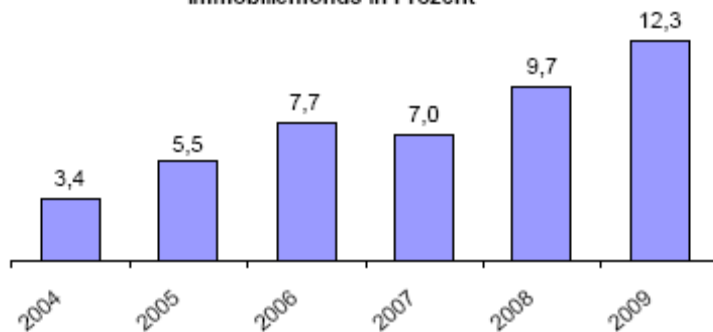
In den vergangenen zwölf Monaten haben Offene Immobilienfonds insgesamt 214 Objekte ge- bzw. verkauft. Das Transaktionsvolumen belief sich auf insgesamt 9,5 Mrd. Euro bei den Käufen (Ausland: 7,8 Mrd. Euro; Inland: 1,7 Mrd. Euro) und 0,8 Mrd. Euro bei den Verkäufen (Inland: 0,4 Mrd. Euro; Ausland: 0,4 Mrd. Euro). Per Saldo wurden in den vergangenen 12 Mona-

ten in Japan 12 Immobilien gekauft und deren Anteil an den Portfolien auf 3,1 Prozent damit knapp verdoppelt.

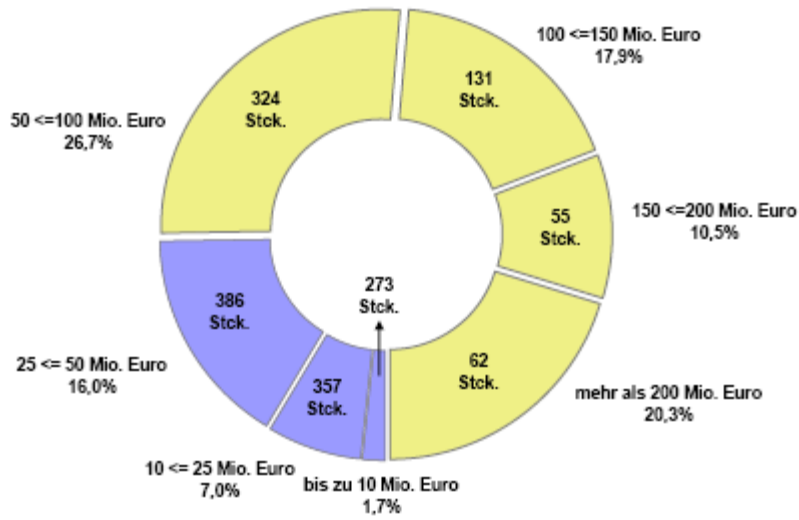
Offene Immobilienfonds haben ein breites Spektrum an Immobilien unterschiedlicher Größen im Objektbestand. Diese Diversifikation zahlt sich gerade in schwierigen Zeiten aus. Knapp zwei Drittel der insgesamt 1.588 Objekte im Bestand Offener Immobilienfonds haben einen Verkehrswert von unter 50 Mio. Euro. 630 Objekte weisen einen Verkehrswert von weniger als 25 Mio. Euro aus. Gemessen am Verkehrswert entsprechen die Objekte in der Größenklasse bis zu 50 Mio. Euro 24,7 Prozent der Liegenschaften in Offenen Immobilienfonds.

64,6 Prozent der Liegenschaften Offener Immobilienfonds werden als Büroimmobilien genutzt, ein leichter Rückgang gegenüber dem Vorjahr (31. März 2008: 66,3 Prozent). Der Bereich Handel und Gastronomie ist mit 19,5 Prozent leicht gestiegen (31. März 2008: 18,3 Prozent). Zum Segment Hotel, Industrie und sonstige Nutzungsarten gehören 15,8 Prozent der Bestände.

**Entwicklung des Anteils außereuropäischer Länder Offener Immobilienfonds in Prozent**



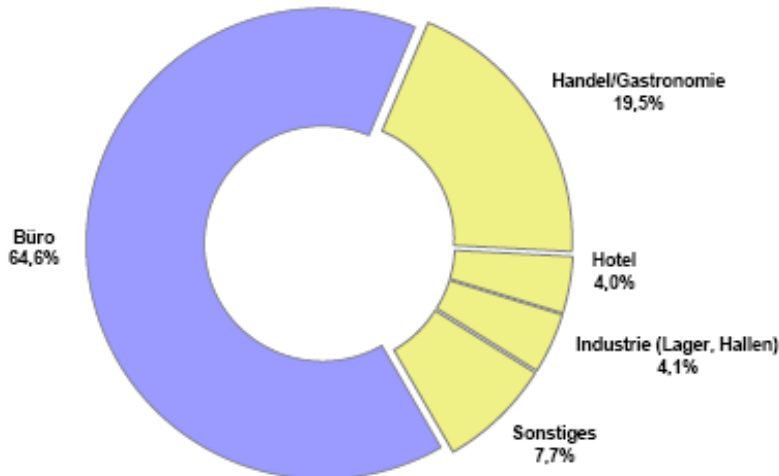
**Größenklassen der Liegenschaften  
in Offenen Immobilienfonds**



Offene Immobilienfonds haben ein breites Spektrum an Immobilien recht unterschiedlicher Größen im Objektbestand. 24,7 Prozent haben einen Verkehrswert von unter 50 Mio. Euro.

Quelle: BVI, Angaben per 31. März 2009; die Zahlen repräsentieren 97,1 Prozent des Vermögens aller Offenen Immobilien-Publikumsfonds.

**Nutzungsarten der Liegenschaften  
in Offenen Immobilienfonds**



Bei den Nutzungsarten der Liegenschaften Offener Immobilienfonds liegt der Schwerpunkt nach wie vor auf Büroimmobilien.

Quelle: BVI, Angaben per 31. März 2009; die Zahlen repräsentieren 97,1 Prozent des Vermögens aller Offenen Immobilien-Publikumsfonds.



## Anlage X:

**Protokoll des Kurzinterviews mit Frank Gutbrod  
Fialleiter bei der Volksbank Reutlingen  
Datum: 02.02.2010  
Thema: offene Immobilienfonds**

1. Für welche Zielgruppe eignen sich offene Immobilienfonds?

*Offene Immobilienfonds eignen sich zum einen für Sicherheitsorientierte Anleger und zum anderen für Chancenorientierte Anleger deren vorwiegendes Ziel die Beimischung bzw. Portfoliooptimierung ist.  
Aufgrund der geringen Volatilität eignen sie sich bestens, da Wertschwankungen von z.B. Aktien-, Rentenfonds ausgeglichen werden können.  
Auch gibt es derzeit auf dem Kapitalmarkt fast keine Zinsen, daher sind offene Immobilienfonds eine gute Alternative.*

2. Welchen Anlegerhorizont empfehlen Sie den Anlegern?

*5 Jahre +, je länger desto besser. Durch den relativ hohen Ausgabeaufschlag von 5,0% entstehen dem Anleger bei einem Anlagehorizont von 5 Jahren jährlich 1% Kosten, dies sollte bei der Anlage beachtet werden.*

3. Welche Kosten hat der Kunde noch zu tragen?

*Der Kunde hat neben dem Ausgabeaufschlag noch eine jährliche Verwaltungsgebühr zu zahlen. Meistens beträgt sie so um die 0,6 % p.a. Diese Gebühr erhält Größtenteils das Fondsmanagement.*

4. Wie hoch ist üblicherweise die Mindestbeteiligung an einem offenen Immobilienfonds?

*In der Regel beträgt diese 50 €, sukzessiv in Form eines Sparplans.*

5. Wie kann der Anleger seine Anteile wieder loswerden?

*Der Anleger kann seine Anteile zum Anteilspreis= Rücknahmepreis an die KAG zurückgeben.  
Mittlerweile werden die Anteile auch an der Börse gehandelt. Dort zahlt man anstatt den 5,0 % Ausgabeaufschlag eine Maklercourtage. Bei hohen Investitionssummen ist dies zum Teil auch billiger.*

6. In welche Immobilien investiert der offene Immobilienfonds?

*Die Anlagestrategie der offenen Immobilienfonds ist es in qualitativ hochwertige Immobilien an attraktiven Standorten zu investieren. Im Mittelpunkt stehen Büroobjekte. Der Uni Immo Europa hält zum Beispiel das Mövenpickhotel in Stuttgart oder Gebäude am Broadway in New York.*

7. Auf was sollten Anleger bei der Auswahl des Fonds achten?

*Vor allem auf die Vermietungsquote. Liegt diese unter 90 % sollte man grundsätzlich nachfragen. Bei Fonds der Union Investment liegt diese mit 94,9%- 96,5% in einem sehr guten Bereich.*

8. Warum mussten die offenen Immobilienfonds der Union Investment schließen?

*Die Fonds mussten nicht schließen weil zu viele Anleger Anteile aus dem Fonds abgezogen hatten und sie folglich die Mindestliquidität erreicht hätten, im Gegenteil, die Fonds der Union Investment hatten ihre Höchstliquiditätsgrenze erreicht. Da der Kapitalmarkt aber keine ertragsreichen Zinsen zu bieten hatte, und keine geeigneten Immobilien zu kaufen waren, musste die KAG den Fonds schließen. Die Folge wäre sonst ein Renditeverlust für die bereits vorhandenen Anleger gewesen. Seit Anfang Jan. sind die Fonds jedoch wieder geöffnet.*

9. Wie entstehen die Steuervorteile bei offenen Immobilienfonds?

*Dies entsteht dann wenn die KAG die Immobilien nach der 10-jährigen Spekulationsfrist verkauft. Bei der Union liegt die Durchschnittliche Haltdauer der Immobilien bei 15-16 Jahren. Auch bei Auslandsimmobilienfonds sind aufgrund des Doppelbesteuerungsabkommens die Erträge steuerfrei oder Überschüsse können dem Anleger steuerfrei ausgeschüttet werden. Damit ist in den meisten Fällen nur ein Teil der Ausschüttung zu versteuern, der oft bei ca. 50% rum liegt. Beim UniImmo Deutschland lag der steuerfreie Anteil im Geschäftsjahr 08/09 bei 46,6 %.*

10. Wie beurteilen Sie die Informationsmöglichkeiten die der Kunde bei einem offenen Immobilienfonds hat?

*Die Kunden erhalten eine Fondsprospekt und einen Halbjahres-, Jahresbericht. Dort sind meiner Meinung nach alle relevanten Informationen enthalten. Bei der Union Investment werden die einzelnen Objekte beschrieben mit Kennzahlen wie z.B. Leerstandsquote, tatsächliche und prognostizierte Mieterträge, gutachterlicher Verkehrswert, Fremdfinanzierungsquote, Restnutzungsdauer/ Jahren.*



## Anlage XI:

# manager-magazin.de

URL: <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,662232,00.html>

19. November 2009, 14:27 Uhr

### Neue Schließung

## Dominoeffekt bei Immobilienfonds

Der offene Immobilienfonds Axa Immoselect hat erneut die Rücknahme von Anteilen ausgesetzt. Grund sind erhebliche Mittelabflüsse, die durch die vor wenigen Tagen erfolgte Schließung des Fonds Degi International noch verstärkt wurden. Dem Axa-Fonds entzogen Anleger in zweieinhalb Monaten fast eine Milliarde Euro.

Frankfurt am Main - Die Fondsgesellschaft Axa Investment Managers (Axa IM) hat ihren offenen Immobilienfonds "Axa Immoselect" erneut eingefroren. Wie die Gesellschaft mitteilt, werden schon seit gestern keine Anteilscheine mehr zurückgenommen. Die Aussetzung gilt zunächst für drei Monate, so das Unternehmen. Ein Erwerb von Anteilen sei dagegen nach wie vor möglich.



Eingefroren: Die Anleger des Axa Immoselect kommen vorläufig nicht an ihr Geld

© DPA

Als Grund für die Maßnahme gibt Axa in der Mitteilung an, die veränderten Marktbedingungen hätten bei Anlegern die Befürchtungen um Liquiditätsengpässe verstärkt und zu zusätzlichen Rückgabewünschen geführt. Dadurch sei der Druck auf das Risikomanagement des Fonds erhöht worden.

"Wir erwarten in absehbarer Zeit keine Beruhigung und sehen uns deshalb zu diesem Schritt gezwungen", begründet Achim Gräfen, Geschäftsführer von Axa IM und Manager des Fonds den Schritt.

Mit "veränderten Marktbedingungen", so ist aus Kreisen des Unternehmens zu hören, spricht Axa die vor wenigen Tagen erfolgte Schließung des offenen Immobilienfonds "Degi International" (...mehr) der Fondsgesellschaft Aberdeen an, die offenbar einen Dominoeffekt ausgelöst hat. Seit der Degi-Fonds erneut eingefroren wurde, seien die Mittelabflüsse aus dem Immoselect erheblich gestiegen, heißt es im Umfeld von Axa IM.

Zum Hintergrund: Der Axa Immoselect war im Oktober 2008 zusammen mit etwa einem Dutzend weiterer Fonds schon einmal geschlossen worden. Seinerzeit hatten massive Mittelabflüsse vor allem institutioneller Investoren die Branche unter Druck gesetzt. Seit Januar 2009 wurden dann die ersten Fonds - vereinzelt mit Abschlüssen - wieder geöffnet. Ende August öffnete auch der Axa Immoselect wieder seine Tore.

Nach Angaben des Unternehmens sind dem Fonds zwischen der Wiedereröffnung im August und der jetzt erfolgten erneuten Schließung insgesamt 934,9 Millionen Euro entzogen worden.

Aberdeen hatte den starken Mittelabfluss, der zur Schließung des Degi International geführt hatte, mit einer öffentlichen Diskussion über mögliche Verlustrisiken, die zu einer erneuten Verunsicherung der Anleger geführt habe, erklärt. Der Fondsanbieterverband BVI hatte die Abflüsse aus dem Fonds auch mit einem Wechsel der Gesellschafterstruktur begründet.

Bei der Schließung eines offenen Immobilienfonds kommen Anleger bis zur Wiedereröffnung nicht mehr an ihr Geld. Insgesamt waren nach Berechnungen des BVI zuletzt rund 87 Milliarden Euro in offenen Immobilienfonds in Deutschland angelegt.

*manager-magazin.de*

© manager-magazin.de 2009

Alle Rechte vorbehalten

Vervielfältigung nur mit Genehmigung der SPIEGELnet GmbH

## Anlage XII:

### Rating von Offenen Immobilienfonds

Mit dem Rating von Offenen Immobilienfonds liegen zum ersten Mal qualitative Ratings für eine gesamte Fondskategorie vor. Damit betritt Deutschland national, aber auch im Internationalen Vergleich, Neuland. Komplette Fondskategorien wurden bisher nur mit quantitativen Rankings, also (teilweise risikoadjustierten) Wertentwicklungstatistiken abgedeckt. Die im BVI zusammengeschlossenen Anbieter von Offenen Immobilienfonds haben sich im März 2002 entschieden, sich und alle in der breiten Öffentlichkeit vertriebenen Offenen Immobilienfonds durch die international renommierte Ratingagentur Moody's Investors Service bewerten zu lassen. Die Ratings von zehn Kapitalanlagegesellschaften (KAG) und 16 Fonds dieser Anbieter sind bereits veröffentlicht. Weitere Fonds erst kürzlich dem BVI beigetretener Gesellschaften werden folgen.

Investmentfonds sind das ideale Anlageinstrument zur Verbesserung der Vermögensbildung und Altersvorsorge breiter Bevölkerungsschichten. Sie verwirklichen das demokratische Postulat der Chancengleichheit aller Anleger an allen Anlagemärkten. Fonds sind eine sichere, liquide und flexible Anlage, die im Vergleich mit anderen Finanzanlagen die höchste Transparenz für den Anleger aufweist. Dies gilt gleichermaßen für Wertpapier- und Offene Immobilienfonds. Alle Fonds veröffentlichen neben den Verkaufsunterlagen (Verkaufprospekten), Halbjahres- und Rechenschaftsberichte. Der Wert der Anteile wird täglich veröffentlicht. Dadurch ist der Anleger laufend über den Wert seiner Anlage unterrichtet.

Für die Investmentfondsbranche ist die Transparenz ein hohes Gut. Sie arbeitet aktiv an der Verbesserung der Information des Anlegers. Jüngstes Beispiel sind die im Oktober 2002 verabschiedeten Wohlverhaltensregeln für Kapitalanlagegesellschaften, die u.a. die Veröffentlichung der Gesamtkostenquote des Fonds, der sogenannten Total Expense Ratio (TER) vorsehen.

#### Transparenz Offener Immobilienfonds

Die Offenen Immobilienfonds haben schon vor mehreren Jahren eine „Transparenz-Offensive“ gestartet. Ihr Ziel ist, dieses nicht einfach zu verstehende Produkt, das illiquides Grundvermögen in täglich fälliges Geld verwandelt, dem Anleger näher zu bringen und die Offenen Immobilienfonds damit als eigene Asset-Klasse fest im Bewußtsein des Anlegers zu verankern. Diese Transparenz-Initiative beinhaltet gegenwärtig drei Elemente, denen sicherlich weitere folgen werden.

Vor drei Jahren wurde die DID Studie zum Investitionsverhalten der Branche auf den Weg gebracht. Die Studie kommt zu dem wesentlichen Ergebnis, dass sich das Investitions- und Bewertungsverhalten der Offenen Immobilienfonds nicht signifikant von dem anderer Marktteilnehmer unterscheidet.

Bereits das Anlegerschutzgesetz KAGG sieht eine Reihe von Informationen vor. Die Anbieter von Offenen Immobilienfonds gehen aber weit über die gesetzlichen Anforderungen hinaus. Seit dem Jahr 2000 haben sie ihre freiwilligen Angaben in den Rechenschaftsberichten z.B. betreffend Mietvertragslaufzeiten, Größenstrukturen, Nutzungsklassen, geografische Streuung und Altersstruktur der Objekte standardisiert, um die Vergleichbarkeit der Fonds zu erhöhen.

### **Fondsrating: der nächste Schritt**

Allerdings ist es nicht jedermanns Sache, die Angaben in den Rechenschaftsberichten zu studieren. Auch hat nicht jeder Zugang zur DID Studie. Weitere Wege mussten gefunden werden, um in einfacher Weise über die Qualität von Offenen Immobilienfonds neutral zu informieren.

Es war daher nur ein folgerichtiger Schritt der Branche, die Vielzahl der verfügbaren Informationen durch ein qualitatives Rating einer anerkannten unabhängigen Ratingagentur in einer oder mehreren Bewertungen zu verdichten, und damit dem Anleger eine Entscheidungshilfe bei der Investition in Offenen Immobilienfonds zu geben.

Im Herbst 2001 wurden führende Ratingagenturen in Deutschland gebeten, ein Rating für Offene Immobilienfonds vorzustellen. Das Rating sollte die Managementqualität der Immobilien-KAG, die Investmentqualität des Immobilienportfolios sowie Rendite und Risiko des Fonds unter Einsatz quantitativer und qualitativer Analysemethoden ganzheitlich abbilden. Ein einfaches Fondsranking im Sinne einer rein quantitativen Analyse von Rendite- und Risikokennziffern wurde angesichts der Komplexität des Fondstyps von der Branche als nicht ausreichend erachtet. Nach einem intensiven Auswahlprozess entschied sich die Immobilienfondsbranche für die Beauftragung von Moody's Investor

Services für das Rating Offener Immobilienfonds. Die Entscheidung, mit dem Ratingverfahren von Moody's einen Branchenstandard für die Bewertung Offener Immobilienfonds zu setzen, beruht im Wesentlichen auf der Unabhängigkeit und Güte der Agentur, sowie der Qualität und praktischen Durchführbarkeit des vorgeschlagenen Verfahrens.

### **Das Verfahren beim Rating von Offenen Immobilienfonds**

Zur Erstellung des Ratings werden Moody's weitreichende Unterlagen und Detailinformationen bis hin zu Verkehrswerten und Mieterträgen der einzelnen Objekte zur Verfügung gestellt. Die Begutachtung von Immobilien – derzeit werden circa 15 bis 50 Prozent der Objekte auf der Basis einer Regressionsanalyse ausgewählt und vor Ort besucht – sowie ausführliche Gespräche bei den Immobilienfonds-Gesellschaften durch Analysten der Agentur ergänzen die Informationsphase. Nach Auswertung aller angeforderten Informationen trifft das „Moody's Rating-Komitee“ seine Entscheidung bezüglich des Ratingvorschlages des zuständigen Analysten für den jeweiligen Fonds und die verwaltende Gesellschaft. Das Rating-Komitee ist ausschließlich mit Mitarbeitern der Agentur besetzt, die über Immobilien- und/oder Fondserfahrung verfügen. Es entscheidet mehrheitlich über den Ratingvorschlag.

Die Ratings werden von Moody's laufend überwacht. Zu diesem Zweck – im Fachjargon Monitoring genannt – erhält die Agentur monatliche, vierteljährliche und jährliche Berichte über alle wesentlichen Aspekte der KAG bzw. der von dieser verwalteten Fonds, insbesondere über die Liquiditätsanlagen und den Immobilienbestand. Das Rating wird durch mindestens ein jährliches Überprüfungsgespräch bei der KAG aktualisiert. Durch ein Programm zur Besichtigung ausgewählter Immobilien des Fonds wird im Zeitablauf sicher-

gestellt, dass Moody's die Qualität der Objekte des Fonds aus eigener Anschauung kennt.

Bei wesentlichen Änderungen in der KAG oder dem Fonds ändert Moody's das Rating nach einer entsprechenden Komitee-Entscheidung ab und veröffentlicht diese Entscheidung ebenso wie die vorhergehende Ankündigung der Ratingüberprüfung (sog. Watch List).

Die Ratingergebnisse werden zusammen mit einem erläuternden Bericht veröffentlicht.

## Ratingdefinitionen und Methode

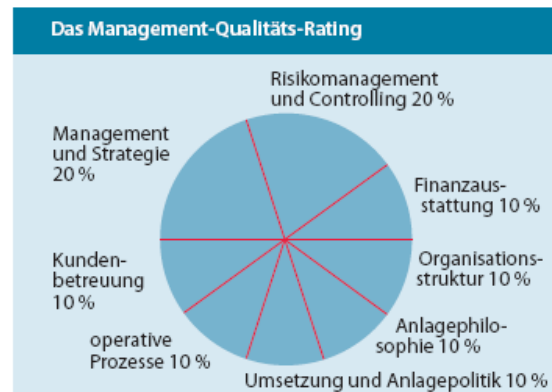
Der Ansatz von Moody's für das Rating von Offenen Immobilienfonds bezieht sich auf quantitative wie auf qualitative Elemente. Er umfasst:

- das Management-Qualitäts-Rating (Qualität des Fondsmanagements),
- das Investment-Qualitäts-Rating (Diversifikation und Qualität des Portfolios) sowie
- die Performance.

Benotet wird mit den bekannten Buchstabenkombinationen von Aaa bis B. Mit den Zusätzen MQ bzw. IQ werden die Management-Qualitäts-Ratings der KAG und die Investment-Qualitäts-Ratings der Offenen Immobilienfonds unterschieden. Mit Aa 1, 2 oder 3 wird nochmals in den einzelnen Ratingstufen differenziert. Die Performancebewertung erfolgt durch die Vergabe von einem bis maximal fünf Sternen.

Beim Management-Qualitäts-Rating wird eine Vielzahl von Aspekten bewertet. Sie reichen von der Qualität des Managements und dessen Strategie (20 Prozent der Gesamtnote), dem Risikomanagement und Controlling (ebenfalls 20 Prozent der Gesamtnote) über

Finanzausstattung, Organisationsstruktur, Anlagephilosophie und Strategie, Umsetzung der Anlagepolitik, operative Prozesse bis zur Kundenbetreuung (je 10 Prozent).

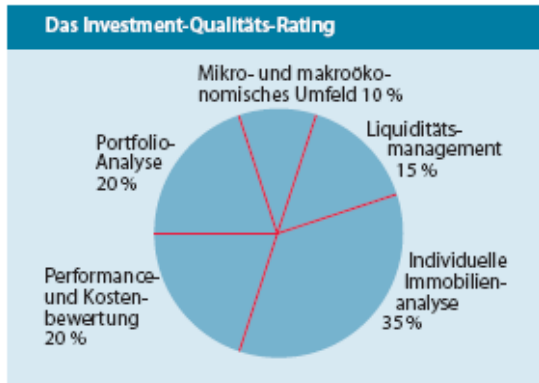


Quelle: Moody's Investors Service

Das Rating folgt einem „top-down“ Ansatz. Zuerst wird die Gesamtstruktur des Konzerns und der KAG (Makroorganisation) analysiert. Danach sind es die Stärken und Schwächen der Fondsmanagementgruppe und zuletzt die individuellen Prozesse vom Portfoliomanagement bis hin zur Fondsbuchhaltung. All diese Elemente werden durch Gespräche mit dem Management und Mitarbeitern der KAG beziehungsweise von dieser eingeschalteter Dienstleister, durch die Auswertung von Dokumenten und statistischen Informationen sowie von Kundeninformationen erfasst. Dazu gehören auch die im Internet oder per Telefon zur Verfügung gestellten Informationen. Die Auswertung durch das Analyistenteam erfolgt im Rahmen von über 100 Einzelkriterien, die zu den vorgenannten Analysebereichen verdichtet werden. Aus den aggregierten Analyseergebnissen wird gemäß der genannten Gewichtung das Management-Qualitäts-Rating abgeleitet. Dies erfolgt aber nicht im Sinne lediglich einer rein quantitativen Aggregation, sondern durch eine qualitative Gesamtwertung aller Elemente.



Das auf den Fonds bezogene Investment-Qualitäts-Rating umfasst die Sektoren mikro- und makroökonomisches Umfeld (10 Prozent der Gesamtbewertung), Liquiditätsmanagement (15 Prozent), Performance- und Kostenbewertung (20 Prozent), Portfolio-Analyse (20 Prozent) sowie individuelle Immobilienanalyse (35 Prozent).



Quelle: Moody's Investors Service

Im Rahmen der mikro- und makroökonomischen Umfeldanalyse fließen die Faktoren makroökonomische Lage des Anlagelandes, dortiges Angebot und Nachfrage sowie die mikroökonomische Analyse der ausgewählten Immobilienlagen in die Bewertung ein. Diese Auswertung wird durch die Moody's Immobiliendatenbank unterstützt, die über 10.000 Städte weltweit erfasst. Darüber hinaus werden die Bestandsimmobilien mit internen Analysemodellen nach den unterschiedlichsten Kriterien, beginnend mit Wert und Größe, über Erträge, Kosten und Leerstände bis hin zum Mieter-Profil durchleuchtet. Die Ergebnisse der Objektbesichtigungen ergänzen dieses Analyse-Tool. Die Diversifikation des Immobilien-Portfolios sowie die Risiken und Renditen der Projektentwicklung sind Hauptgegenstände der Portfolio-Analyse. Das absolute Liquiditätsniveau des Fonds sowie das Markt- und Kreditrisiko der Anlagen werden im Rahmen der Bewertung des

Liquiditäts-Managements geprüft. Zur Messung der Bonität der Liquiditätsanlage verwendet Moody's eine „Expected-Loss-Matrix“, die auch dem Portfoliomanagement der KAG zur Verfügung steht. Die Konsistenz der Wertentwicklung des Fonds sowie die Kostenstruktur werden ebenfalls zur Gesamtbeurteilung herangezogen.

Die Performance-Bewertung ergänzt das Rating. Bewertet wird die Performance und das Risiko über einen Fünf-Jahres-Zeitraum. Bei jüngeren Fonds wird der Zeitraum seit Auflegung zu Grunde gelegt. Dabei geht Moody's davon aus, dass sich jeder Fonds ein individuelles Investmentziel setzt und unterschiedliche Strategien verfolgt, um dieses zu erreichen. Jeder Fonds hat seine eigene, maßgeschneiderte Benchmark, an der sich die Konsistenz der risikoadjustierten Performance misst.

### Die Zukunft

Die Bewertung von Immobilienfonds gewinnt nicht zuletzt durch die Diskussion von Fonds in der Altersvorsorge an Bedeutung. Immobilien als eine Asset-Klasse für die längerfristige Anlage stehen dabei in Konkurrenz zu anderen Assets wie Aktien, Renten und Versicherungen.

Das Fondsrating gibt dem Anleger die zu einer Note verdichtete Information über die Managementqualität der Immobilien-KAG, die Investmentqualität des Immobilienportfolios sowie das Rendite- und Risikoprofil des jeweiligen Fonds. All dies basiert auf hochwertigen Analysetools.

Die teilweise geäußerte Kritik an dem Rating ist angesichts der aus den Ratingberichten ablesbaren Tiefe und Qualität der Analyse nicht nachvollziehbar. Vordringlich ist aufgrund der Struktur der Offenen Immobilienfonds eine ganzheitliche Portfolio-Analyse.

## Anlagen

Die teilweise geäußerte Forderung nach dem Primat der Detailanalyse des Einzelobjekts für das Rating ist eher bei traditionellen Produkten in Deutschland, die regelmäßig mit nur einem Gebäude unterlegt sind, angemessen.

Das Rating in dieser Form ist nicht nur weltweit einmalig, es wirkt über die Offenen Immobilienfonds hinaus. So wird Ratinginteresse zum Beispiel aus dem Bereich geschlossener Immobilienfonds geäußert. Das

Rating leistet daher einen erheblichen Beitrag zur Verbesserung der Transparenz im Immobilienmarkt insgesamt.

Das Branchenrating aller Offener Immobilienfonds hat Vorbildcharakter auch für die Wertpapierinvestmentfonds. Es stellt sich die Frage, ob nicht auch dort eine Verbesserung der Transparenz für den Anleger erreicht werden kann, indem der bestehende „Dschungel“ von Fondsrankings und Fondsratings selbst ernannter oder

Rating-Ergebnisse der Offenen Immobilienfonds im BVI durch Moody's oder andere			
	Management- Qualitäts-Rating	Investment- Qualitäts-Rating	Performance- Rating
COMMERZ GRUNDBESITZ-Investmentgesellschaft mbH HAUSINVEST	Aaa (MQ)	Aaa (IQ)	Moody's ★★★★★
CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mbH CS Euroreal	A3 (MQ)	Aa2 (IQ)	Moody's ★★★★★
DB Real Estate Investment GmbH grundbesitz-global grundbesitz-invest	A1 (MQ) A1 (MQ)	A1 (IQ) A1 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★
DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH GRUNDWERT-FONDS	Baa1 (MQ)	Baa1 (IQ)	Moody's ★
Deka Immobilien Investment GmbH Deka ImmobilienFonds Deka ImmobilienEuropa	Aaa (MQ) Aaa (MQ)	Aa2 (IQ) Aa1 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★★★★
DIFA DEUTSCHE IMMOBILIENFONDS AKTIENGESELLSCHAFT DIFA-Fonds Nr. 1 DIFA-GRUND	Aa1 (MQ) Aa1 (MQ)	Aa3 (IQ) Aa3 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★★
HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH HANSAimmobilia	A2 (MQ)	A1 (IQ)	Moody's ★★
Internationales Immobilien-Institut GmbH iii Fonds Nr. 1 iii Fonds Nr. 2 iii Fonds Nr. 3	Baa3 (MQ) Baa3 (MQ) Baa3 (MQ)	Baa2 (IQ) Ba1 (IQ) Aa2 (IQ)	Moody's ★ Moody's ★ Moody's ★★★★★
SEB Immobilien-Investment GmbH SEB ImmoInvest	Aa2 (MQ)	Aa1 (IQ)	Moody's ★★★★★
WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH WestInvest 1 WestInvest InterSelect	A2 (MQ) A2 (MQ)	A1 (IQ) Aa2 (IQ)	Moody's ★★★ Moody's ★★★★★

Quelle: Moody's Investors Services

anerkannter Experten und Agenturen mit Hilfe eines einheitlichen Branchenstandards für Wertpapier-Fondsratings transparenter wird.

Das Rating Offener Immobilienfonds ist nur ein Baustein einer informierten Anlageentscheidung. Noch wichtiger ist eine solide Kenntnis des Produktes und seiner Eigenschaften vor dem Kauf. Es bleibt daher vor

dem Hintergrund zunehmender kapitalgedeckter privater und beruflicher Altersvorsorge die Aufgabe der Branche, aber auch der Politik und der Sozialpartner, die Anleger über Inhalt und Ausgestaltung von Finanzprodukten vollständig und verständlich zu informieren, damit gut informierte Anleger das jeweils individuell für sie geeignete Produkt kaufen.

## Moody's Investors Services Ratingdefinitionen

### ■ Management-Qualitäts-Ratings

Aaa (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>exzellenter</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating steht für ein <b>sehr solides</b> Management und Kontrollwesen.
Aa (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>sehr guter</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating steht für ein <b>solides</b> Management und Kontrollwesen.
A (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>guter</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating steht für ein <b>überdurchschnittliches</b> Management und Kontrollwesen.
Baa (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>genügender</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating steht für ein <b>durchschnittliches</b> Management und Kontrollwesen.
Ba (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>fragwürdiger</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating zeigt bestimmte Schwachpunkte im Management und Kontrollwesen auf.
B (MQ)	zeichnet Fondsverwaltungseinheiten aus, die ihre Fonds in <b>ungenügender</b> Art und Weise verwalten. Dieses Rating steht für ein <b>schlechtes</b> Management.

### ■ Investment-Qualitäts-Ratings

Aaa (IQ)	Immobilienfonds, die mit Aaa (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>exzellenter</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.
Aa (IQ)	Immobilienfonds, die mit Aa (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>sehr guter</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.
A (IQ)	Immobilienfonds, die mit A (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>guter</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.
Baa (IQ)	Immobilienfonds, die mit Baa (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>genügender</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.
Ba (IQ)	Immobilienfonds, die mit Ba (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>fragwürdiger</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.
B (IQ)	Immobilienfonds, die mit B (IQ) bewertet werden, entsprechen in <b>ungenügender</b> Art und Weise den Diversifikations- und Investmentkriterien von Moody's.

Die Management- und Investment-Qualitäts-Ratings Aa bis B werden durch die Kennziffern 1, 2 oder 3 differenziert, um die Ratings in ihren Kategorien zu positionieren.

### ■ Performance-Ratings

★★★★★	Fonds, die mit ★★★★★ bewertet werden, haben <b>exzellente</b> Performance- und Konsistenzresultate.
★★★★	Fonds, die mit ★★★★ bewertet werden, haben <b>überdurchschnittliche</b> Performance- und Konsistenzresultate.
★★★	Fonds, die mit ★★★ bewertet werden, haben <b>durchschnittliche</b> Performance- und Konsistenzresultate.
★★	Fonds, die mit ★★ bewertet werden, haben <b>unterdurchschnittliche</b> Performance- und Konsistenzresultate.
★	Fonds, die mit ★ bewertet werden, haben <b>schwache</b> Performance- und Konsistenzresultate.

Quelle: Moody's Investors Services

## Anlage XIII:

SPERRFRIST: 24. Januar 2006, 11:00 Uhr

Investment-Information



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.

### **BVI stellt Maßnahmenpaket zu Offenen Immobilienfonds vor**

#### **Schwerpunkte Liquiditätssteuerung, Bewertung, Transparenz**

#### **Qualität der Offenen Immobilienfonds wird unterstrichen**

Frankfurt am Main, 24. Januar 2006. Die im BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. zusammengeschlossenen deutschen Investmentgesellschaften unterstreichen die Qualität der Offenen Immobilienfonds. Für langfristig orientierte Anleger, die an den positiven Wachstumsperspektiven der Immobilienmärkte teilhaben wollen, sind und bleiben Offene Immobilienfonds erste Wahl. Dies betont der Vorstandssprecher des BVI, Dr. Markus Rieß, auf der heutigen Jahres-Pressekonferenz des deutschen Fondsverbands.

Gleichzeitig stellt der BVI ein Maßnahmenpaket vor, um Standards für den seit langem angestrebten EU-Pass für Offene Immobilienfonds zu setzen. Diese Erweiterung der europäischen Investmentrichtlinie hatte der BVI zuletzt in seiner Stellungnahme vom 15. November 2005 zum so genannten Grünbuch der EU-Kommission gefordert. Vor dem Hintergrund der aktuellen Debatte dient das BVI-Maßnahmenpaket auch dem Ziel, das Produkt weiter zu stärken. Es enthält Vorschläge zur Liquiditätssteuerung der Fonds, zur Immobilien-Bewertung und zur Transparenz der Produkte. „Dies führt zu Vorteilen für den normalen Privatanleger, und zwar ohne die tägliche Verfügbarkeit einzuschränken“, sagt Rieß.

Abteilung  
Presse und Medien

Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main  
Postfach 10 04 37  
60004 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/1540900  
Fax: 069/154090238  
presse@bvt.de  
www.bvt.de



Der Investmentbranche geht es darum, den langfristigen Charakter von Offenen Immobilienfonds herauszustellen. Dem soll für Neuanlagen eine Meldepflicht dienen, die für Investitionen ab 1 Mio. Euro gilt. Für diese Neuanlagen über 1 Mio. Euro soll nach dem Vorschlag des BVI künftig eine Kündigungsfrist von 12 Monaten eingeführt werden.

**Nur für Neuanlagen:  
Meldepflicht für Investi-  
tionen ab 1 Mio. Euro**

Zur Liquiditätssteuerung gehört auch die branchenweite Selbstverpflichtung, die Mindestliquidität der Publikumsfonds von 5 auf 10 Prozent zu verdoppeln. Dies bietet einen größeren Puffer bei Mittelabflüssen. Ebenso verpflichten sich die Investmentgesellschaften, künftig bei einer Liquiditätsquote ab 40 Prozent den aktiven Anteilvertrieb einzustellen. „Die gesetzliche Bandbreite von mindestens 5 und höchstens 49 Prozent bleibt erhalten; wir verpflichten uns aber zukünftig zu diesen Grenzen in der Liquiditätssteuerung“, erläutert Rieß.

**Thema Liquiditäts-  
steuerung**

Um noch flexibler zu sein, soll es einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) künftig ermöglicht werden, stärker in REITs oder Immobilienaktien zu investieren. Die Höchstquote dafür sollte nicht unter 20 Prozent liegen. Außerdem soll für KAGs die Möglichkeit geschaffen werden, Immobilien an einen anderen Fonds derselben KAG zum Verkehrswert zu veräußern. „Mit diesen Maßnahmen können wir die Liquiditätsausstattung der Offenen Immobilienfonds noch besser steuern“, so Rieß.

Sollte es dennoch zu einem Fall der vorübergehenden Aussetzung der Rücknahme von Anteilen kommen, sollen die erforderlichen Voraussetzungen für einen zwischenzeitlichen Börsenhandel der Anteile geschaffen werden. Somit bleibt für den Anleger künftig in jedem Fall die tägliche Veräußerungsmöglichkeit über die Börse.

Hinsichtlich der Immobilien-Bewertung ist der BVI davon überzeugt, dass das Bewertungsverfahren durch die Sach-

**Thema Immobilien-  
Bewertung**

verständigenausschüsse zu marktgerechten Ergebnissen führt. Dies wird durch die Immobilienverkäufe in den vergangenen Monaten bestätigt. Deshalb hält der Verband die öffentliche Kritik an der Bewertung für grundsätzlich unberechtigt. Um die gegenwärtige Objektivität des Verfahrens noch deutlicher zu machen, schlägt der BVI vor, dass die Zuteilung der Sachverständigen an die KAGs künftig durch eine neutrale Stelle, beispielsweise die BaFin, erfolgt. Außerdem sollen die Gutachter für jedes einzelne Objekt alle zwei Jahre wechseln, und jeder Sachverständige darf höchstens 5 Jahre kontinuierlich für eine KAG tätig sein.

Auch den Bewertungsturnus will der Verband erhöhen. Alle Immobilien müssen wie bisher mindestens einmal jährlich begutachtet werden, aber nach sechs Monaten ist das Gutachten verpflichtend durch die Sachverständigen zu überprüfen. Bei Auslandsobjekten soll der Sachverständigenausschuss von einem ortsansässigen, anerkannten Bewerter seinerseits ein Gutachten einholen, das er zu berücksichtigen hat.

Die Anschaffungsnebenkosten sollen künftig bei jedem Kauf einer Immobilie aktiviert und über längstens 10 Jahre abgeschrieben werden.

In Ergänzung zu der im Jahr 2005 bereits umgesetzten Transparenzoffensive werden künftig die Einzelverkehrswerte je Objekt veröffentlicht. Zusätzlich legen die Immobilien-Publikumsfonds die Struktur ihrer Anleger nach Größenordnungen offen. Übersteigt die Kreditaufnahme eines Immobilien-Publikumsfonds die Quote von 40 Prozent, wird dies von der Gesellschaft öffentlich bekannt gegeben. In die Verkaufsprospekte sind risikotypisierende Hinweise aufzunehmen, die sich nach geeigneten Kriterien richten. „Offene Immobilienfonds werden damit die transparenteste Form indirekten Immobilienbesitzes“, resümiert Rieß.

### Thema Transparenz

Schließlich will der BVI die Rückstellungen für mögliche Steuern auf Veräußerungsgewinne einheitlich regeln.

Die Vorteile dieser Geldanlage bleiben in ihrer Bündelung damit erhalten. „Wer risikogestreut in gewerbliche Immobilien wie Bürohäuser und Einkaufszentren investieren möchte, für den bieten Offene Immobilienfonds auch künftig einen nachhaltig gesicherten Ertrag, eine sachwertunterlegte Substanz, eine ausgewogene Risikomischung, steuerfreie Renditeanteile sowie gesetzlich verankerte Kontrollmechanismen bei täglicher Verfügbarkeit“, fasst Rieß die Vorzüge des Produkts zusammen.

Inzwischen stützt auch der Markt die Perspektiven für Offene Immobilienfonds: Nach Auffassung zahlreicher Experten hat der hiesige Immobilienmarkt die Talsohle durchschritten. Zudem verstärken ausländische Investoren ihre Engagements in Deutschland. Schließlich sind Immobilien weltweit als wachstumsstärkste Asset-Klasse auf dem Vormarsch.

**Experten sehen Aufwärtspotenzial für deutschen Immobilienmarkt**



**Weiterentwicklung der Offenen Immobilienfonds  
Maßnahmenpaket des  
BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.**

## **A. Liquiditätssteuerung**

### **I. Meldepflicht**

Erwirbt ein Anleger nach In-Kraft-Treten der Neuregelung Anteile an einem Immobilien-Publikumsfonds im Wert von 1 Mio. € oder mehr, so hat er dies der KAG unverzüglich zu melden. Das Unterlassen der Meldung kann mit Bußgeld geahndet werden. Die KAG hat die Meldungen in anonymisierter Form an die BaFin weiterzuleiten.

### **II. Rücknahmefrist**

Bei Rückgaben von Anteilen, die nach In-Kraft-Treten der Neuregelung erworben wurden, gilt bei Beträgen im Wert von 1 Mio. € oder mehr grundsätzlich eine Kündigungsfrist von 12 Monaten. Dasselbe gilt bei Anteilrückgaben, die 1 Prozent oder mehr des Fondsvermögens entsprechen (es gilt die Höhe des FV nach letztem Bericht). Dies soll nicht gelten, wenn die Beträge von der KAG selbst oder von deren Muttergesellschaften zum Zweck der Liquiditätsunterstützung und nach vorheriger Anzeige bei der BaFin in den Fonds eingezahlt wurden. Der Anleger bzw. die orderausführende Stelle wird verpflichtet, das Datum des Anteilerwerbs bei der Rückgabe anzugeben.

### **III. Mindestliquidität**

Die Investmentgesellschaften werden im Rahmen einer branchenweiten Selbstverpflichtung die Mindestliquidität ihrer Publikumsfonds von 5 auf 10 Prozent verdoppeln.

### **IV. Höchstliquidität**

Bei einer Liquiditätsquote von 40 Prozent und höher in einem Immobilien-Publikumsfonds werden die KAGs verpflichtet, den aktiven Anteilvertrieb einzustellen und dies der BaFin zu melden. Das gilt nicht in der Anlaufzeit.

### **V. Erwerb von REIT-Anteilen und Immobilien-Aktien**

Offenen Immobilienfonds soll gestattet werden, einen Teil des Fondsvermögens in Anteilen an REITs und in Immobilien-Aktien zu investieren. Der gestattete Umfang sollte mindestens 20 Prozent betragen. Dabei erfolgt eine Anrechnung auf die Immobilienquote.



## **VI. Transaktionen zwischen Fonds**

Es wird den KAGs ermöglicht, Immobilien von einem Publikumsfonds an einen anderen Spezial- oder Publikumsfonds derselben KAG zum Verkehrswert zu veräußern. Dabei gelten dieselben Regeln wie bei Transaktionen mit Dritten.

## **VII. Börsenhandel**

Für den Fall der vorübergehenden Aussetzung der Rücknahme von Anteilen werden für alle Offenen Immobilienfonds die erforderlichen Voraussetzungen geschaffen, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel der Anteile zu Börsenpreisen möglich ist. Die Notierung an der Börse beginnt im Augenblick der Aussetzung der Rücknahme. Sobald die Rücknahme der Anteilscheine wieder aufgenommen wird, wird der Börsenhandel eingestellt.

## **B. Immobilienbewertung**

### **I. Sachverständigen-Bestellung**

Die BaFin oder eine andere neutrale Stelle soll die Sachverständigenausschüsse der KAGs durch ein weder von KAG noch Sachverständigen beeinflussbares Verfahren aus einem Pool von Sachverständigen besetzen, die von der BaFin zuvor zu diesem Pool zugelassen wurden. Zugelassen werden auch Bewertungsgesellschaften, wenn deren Mitarbeiter über die notwendigen Qualifikationen verfügen und Interessenkonflikte ausgeschlossen sind.

### **II. Bestelldauer**

Jeder Sachverständige darf höchstens 5 Jahre kontinuierlich für eine KAG tätig sein.

### **III. Objektrotation**

Die Haupt- und Nebengutachter für ein einzelnes Objekt, die alleine vom Sachverständigenausschuss bzw. durch dessen Geschäftsordnung bestimmt werden, müssen alle zwei Jahre wechseln.

### **IV. Bewertungsturnus**

Die Immobilien müssen mindestens jährlich begutachtet werden. Die Bewertung ist bei Publikumsfonds nach sechs Monaten durch den Sachverständigenausschuss zu überprüfen, wobei eine Neubewertung nur bei Bedarf erfolgt.



## **V. Verfahren**

Das Bewertungsverfahren und die Dokumentation werden verbindlich geregelt (*BewertungsVO*). Bei Auslandsimmobilien ist der Gutachter gehalten, von einem ortsansässigen anerkannten Sachverständigen mit ausreichender Qualifikation seinerseits ein Gutachten einzuholen, und dieses bei der Bewertung zu berücksichtigen. Die Sachverständigen werden nach einer für alle KAGs einheitlichen, verbindlichen Gebührenordnung bezahlt. Die Kosten für „Untergutachten“ aus dem Ausland werden hierin ebenfalls geregelt.

## **VI. Anschaffungsnebenkosten**

Es wird klargestellt, dass Anschaffungsnebenkosten nicht Teil des Verkehrswerts des Objekts sind. Sie werden entsprechend IAS 40 gesondert ausgewiesen und über die Restnutzungsdauer, längstens über 10 Jahre, abgeschrieben.

## **C. Transparenz**

### **I. Bewertungstransparenz**

In den Jahresberichten der Offenen Immobilien-Publikumsfonds werden die Einzel-Verkehrswerte der Immobilien veröffentlicht.

### **II. Anlegerstruktur**

In den Jahresberichten der Immobilien-Publikumsfonds wird die Struktur der Anleger nach Größenordnungen der investierten Beträge veröffentlicht.

### **III. Kreditaufnahme**

Übersteigt die Kreditaufnahme eines Immobilien-Publikumsfonds die Quote von 40 Prozent, wird dies von der Gesellschaft öffentlich bekannt gemacht.

### **IV. Risikohinweise**

In die Verkaufsprospekte sind risikotypisierende Hinweise aufzunehmen, die sich nach geeigneten Kriterien wie z. B. Umfang der Kreditaufnahme, Volatilität, Umfang von Projektentwicklungen und Investition in fremder Währung richten.

Weiterentwicklung der Offenen Immobilienfonds  
Seite 4



## D. Rückstellungen für latente Gewinnsteuern

Rückstellungen für latente Steuern, die sich aus späteren Veräußerungsgewinnen ergeben können, sollen verbindlich in einheitlicher Höhe durch die RechnungslegungsVO festgesetzt werden. Dort ist auch eine Übergangsregelung zu treffen.

Frankfurt am Main, 24. Januar 2006

## Anlage XIV:

Montag, 15.02.2010

# Handelsblatt

» Artikel drucken  
» PDF generieren

02.07.2004

## Übersicht: Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz

**Absicht:** Mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz will die Bundesregierung die Transparenz der Kapitalmärkte erhöhen und Anleger vor nachteiligen Marktpraktiken schützen. Mit dem gestern verabschiedeten Gesetz setzt die Regierung die EU-Marktmisbrauchsrichtlinie um. Sie führt außerdem die Prospektpflicht für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageprodukte des so genannten „Grauen Kapitalmarktes“ ein. Betroffen sind davon geschlossene Fonds, die häufig als Steuersparmodelle angeboten werden.

**Wertpapierhandelsgesetz:** Bei der Umsetzung der Marktmisbrauchsrichtlinie überwacht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes. Die BaFin kann den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Handels anordnen. Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, haben eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten über 5 000 Euro bis Ende des Jahres schriftlich der Firma und der BaFin mitzuteilen. Das gilt auch für Personen, die mit der Führungskraft in einer engen Beziehung stehen.

**Verkaufprospektgesetz:** Mit dem Vertrieb eines geschlossenen Fonds darf künftig erst begonnen werden, wenn die BaFin den Prospekt genehmigt hat. Für Genehmigung oder Ablehnung bleiben dem Amt 20 Werktage Zeit. Äußert sich die BaFin nicht innerhalb dieser Zeit, darf der Fondsanbieter mit dem Vertrieb beginnen. Bei den Ausnahmen von der Prospektpflicht nahmen die Fraktionen von SPD und Grünen Änderungen am Regierungsentwurf vor. Wenn die Mindestbeteiligung 200 000 Euro unterschreitet, besteht Prospektpflicht. Der Regierungsentwurf hatte ursprünglich eine Grenze von 50 000 Euro gezogen.

© 2009 ECONOMY.ONE GmbH - ein Unternehmen der **Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH**

Verlags-Services für Werbung: [www.iqm.de](http://www.iqm.de) (Mediadaten) | Verlags-Services für Content: [Content Sales Center](#) | [Sitemap](#) | [Archiv](#) | [Schlagzeilen](#)

Powered by [Interactive Data Managed Solutions](#)

Keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben. Bitte beachten Sie auch folgende [Nutzungshinweise](#), die [Datenschutzerklärung](#) und das [Impressum](#).



## Anlage XV:



### **VGF-Mitglieder legen erstmals Leistungsbilanzen nach einheitlichen Leitlinien vor**

(Berlin, 02.10.2008) Zum 30.09.2008 haben 21 der 43 im Verband organisierten Emissionshäuser ihre Leistungsbilanzen vorgelegt. Das entspricht knapp 50 Prozent der VGF-Mitglieder und ist ein deutliches Plus gegenüber dem Vorjahr. 2007 lag zum Stichtag erst ein Drittel der Leistungsbilanzen vor. Die aktuellen Leistungsbilanzen sind im Internet unter [www.leistungsbilanzportal.de](http://www.leistungsbilanzportal.de) abrufbar.

Die VGF-Leitlinien zur Erstellung der Leistungsbilanzen wurden für das Berichtsjahr 2007 erstmals angewendet. Neben der einheitlichen Darstellung im Rahmen eines Soll/Ist-Vergleiches zur besseren Vergleichbarkeit von Produkten ist die Pflicht zur Testierung der Leistungsbilanz durch Wirtschaftsprüfer, vereidigte Buchprüfer, Steuerberater oder Rechtsanwälte ein Novum.

Hierin liegt den Erfahrungen der Mitgliedshäuser zufolge ein erhöhter Prüfungsaufwand, der eine zeitliche Verzögerung bei der Vorlage der Leistungsbilanz zur Folge haben kann. Viele Prüfungsbescheinigungen lägen häufig erst zum 30.09. oder später vor und müssten für die Fertigstellung und Veröffentlichung der Leistungsbilanzen abgewartet werden. Hinzu kommt, dass auch die für die Erstellung der Leistungsbilanzen erforderlichen Geschäftsberichte der zu dokumentierenden Fonds oftmals nicht rechtzeitig vorlägen. Gerade mit steigender Anzahl der Fonds ist der Dokumentationsaufwand daher in vielen Fällen bis zum 30.09. kaum zu bewältigen.

Markus Derkum, Mitglied des Vorstandes im VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. und im Arbeitskreis Marketing & Vertrieb für das Thema zuständig, sieht die Entwicklung positiv: „Im Vergleich zum vergangenen Jahr hat sich der Anteil der zum Stichtag vorgelegten Leistungsbilanzen signifikant erhöht. Die aufgetretenen Verzögerungen nehmen wir in Kauf, denn die neu eingeführte Pflicht zur Testierung ist ein Plus und eine Verbesserung der Qualität.“ Er ergänzt: „Die VGF-Mitgliedsunternehmen haben sich in den vergangenen Monaten intensiv mit den Leitlinien auseinandergesetzt und sich sehr für die korrekte Umsetzung engagiert. Wir werden das praktische Feedback unserer Mitglieder nun auswerten und gegebenenfalls eine weitere Aktualisierung der Leitlinien zu Anfang 2009 ins Auge fassen. Dann wird auch zu diskutieren sein, ob die Frist des 30.09. wie bisher bestehen bleiben kann.“

### **Hintergrund VGF Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen:**

Die Anbieter geschlossener Fonds erstellen jährlich sogenannte Leistungsbilanzen. Diese informieren umfangreich und detailliert über das jeweilige Unternehmen sowie über die durch dieses angebotenen und platzierten geschlossenen Fonds. Kernstück jeder Leistungsbilanz ist der sogenannte Soll-/Ist-Vergleich. In diesem werden die jeweils durch den Fonds erzielten Ergebnisse, insbesondere deren Ausschüttungen und Einnahmen (Ist) den durch den Verkaufsprospekt prognostizierten Werten gegenübergestellt (Soll).

Der VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. hat Ende Juni 2007 die Leitlinien und Grundsätze zur Erstellung von Leistungsbilanzen für geschlossene Fonds vorgelegt. Im Januar 2008 wurde eine in verschiedenen Punkten überarbeitete Fassung der Grundsätze und Leitlinien veröffentlicht. Die Leitlinien sowie eine Synopse, aus der die Änderungen hervorgehen, stehen unter <http://www.vgf-online.de/standards-empfehlungen/leistungsbilanzen.htm> zum Download bereit.

Mit den VGF Leitlinien und Grundsätzen bestehen erstmals übergreifende Vorgaben zur Erstellung von Leistungsbilanzen für unterschiedliche Arten von Fonds. Sie enthalten einen umfangreichen Katalog von Mindestanforderungen, denen in fünf Grundsätzen wichtige zu beachtende Grundregeln für die Erstellung vorangestellt werden.

Unter der Internetadresse [www.leistungsbilanzportal.de](http://www.leistungsbilanzportal.de) können die aktuellen Leistungsbilanzen der Mitglieder des VGF eingesehen und heruntergeladen werden.

**Zum VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.:**

Bezogen auf den Gesamtmarkt in Deutschland mit einem Fondsvolumen von 23,1 Mrd. EUR repräsentiert der VGF ein Marktvolumen von annähernd 16 Mrd. EUR. Damit vertritt der VGF mehr als 2/3 des Marktes der Anbieter geschlossener Fonds.

**Mitglieder im VGF sind:**

AXA Merckens Fonds, Buss Capital, BVT Holding, Colonia Fonds Management, Commerz Real CFB-Fonds, DBM Fonds Invest, DCM Deutsche Capital Management, Deutsche Bank Asset Finance & Leasing, Deutsche Fonds Holding, Deutsche Structured Finance, DOBA, Dr. Peters, FHH Fondshaus Hamburg, GEBAB, Hamburg Trust, Hannover Leasing, HCI Capital, Hesse Newman Capital, HGA Capital, HIH Hamburgische Immobilien Handlung, IDEENKAPITAL, ILG Planungsgesellschaft für Industrie- und Leasingfinanzierung, IVG Private Funds, Jamestown, KG Allgemeine Leasing, König & Cie, LHI Leasing, Lloyd Fonds, MPC Münchmeyer Petersen Capital, Nordcapital, Ownership, PCE Premium Capital, Real IS, RREEF Management, SAB Spar- und Anlagenberatung, SachsenFonds, Salomon Invest, SHB, Signa Property Funds, TFM Tomorrow Fund Management, WealthCap - Wealth Management Capital Holding, WestLB Trust, Wölbern Invest

**Pressekontakt:**

Kathrin Jäckel, Referentin Kommunikation & Marketing, T +49 (0)30 31 80 49 00, [jaeckel@vgf-online.de](mailto:jaeckel@vgf-online.de)

**Impressum:**

VGF VERBAND GESCHLOSSENE FONDS e.V., Georgenstraße 24, 10117 Berlin, Telefon: +49 30. 31 80 49 00, Fax: +49 30. 32 30 19 79 | Vorstand: Dr. Joachim Seeler (Vorsitzender), Mario Liebermann, Dr. Klaus-Dieter Schmidt, Dr. Torsten Teichert, Markus Derkum, Oliver Pörr | Hauptgeschäftsführer / Sprecher des Verbandes: RA Eric Romba | Eingetragen beim Amtsgericht Berlin - Charlottenburg Vereinsregister-Nr. 23527 Nz | Internet: [www.vgf-online.de](http://www.vgf-online.de)

## Anlage XVI:

### Geldanlage

## Offene Immobilienfonds gehören in jedes Depot

Von Dyrk Scherff



11. Juli 2009 Es ist ein weiteres Zeichen der Normalisierung: Fast alle offenen Immobilienfonds sind jetzt wieder voll handelbar. Das heißt: Anleger können ihre Anteile jetzt auch wieder verkaufen. Das war seit November bei vielen Fonds für viele Monate nicht der Fall. Die Betreiber haben die eigentlich offenen Fonds vorübergehend geschlossen, weil zu viele Sparer ihr Geld daraus abziehen wollten.

Denn vor allem die Banken brauchten damals dringend Geld und wollten alle gleichzeitig ihre Fondsanteile verkaufen. Die Auszahlungen aber konnten die Fonds nicht leisten und schlossen daher erst einmal. Die jetzige Öffnung macht die Fonds wieder interessant für einen Einstieg, denn sie gehören in jedes Depot.

Sie stabilisieren ein Portfolio. Die Durchschnittsrenditen der Immobilienfonds waren in der Geschichte noch nie negativ, seit der Jahrtausendwende lagen sie immer zwischen etwa 2,5 und rund 6 Prozent jährlich. Und die Preise schwankten geringer als die von Anleihen und Aktien.

### Verträge laufen langfristig

Das liegt an der Konstruktion: Offene Immobilienfonds erwerben oder bauen große Bürogebäude und vermieten sie. Genau wie Handels- und Gastronomieflächen und in geringem Maße auch Hotels, Lagerhallen und sogar Wohnungen. Die Verträge laufen langfristig, die Mieten fließen stetig und Gebäude werden nur selten verkauft. Gewinne fließen daraus also auch nicht oft.

An dem Vermögen des Fonds können Anleger jeweils Anteile erwerben. Jeden Tag können sie im Normalfall ihre Papiere an der Börse verkaufen. Die Fonds werden offen gehandelt - das ist der große Unterschied zu geschlossenen Immobilienfonds. Die sammeln einmal Geld vom Anleger ein und geben die Anteile dann meist erst nach zehn Jahren an die Anleger zurück. Kursveränderungen von offenen Immobilienfonds entstehen durch Zinseinnahmen der angelegten Gelder, durch Mittelzuflüsse oder dadurch, dass der Fonds Gebäude verkauft oder Immobilien neu bewertet. Letzteres passiert einmal im Jahr.

Für 2009 erwartet die Fondsratinggesellschaft Feri nun eine Wertentwicklung der Fonds von 3,5 Prozent. 2008 waren es noch mehr als 4 Prozent. Auch Feris Konkurrent Lipper rechnet mit sinkenden Renditen. Das ist angesichts der Finanzkrise nicht überraschend. "Die Zinseinnahmen werden dieses Jahr geringer ausfallen als noch 2008", sagt der Immobilienfachmann von Feri, Christian Völken. "Und auch die Gebäude dürften nicht höher bewertet werden als im vergangenen Jahr und liefern daher keinen positiven Beitrag mehr zur Wertentwicklung. Viele Immobilien wurden sogar schon niedriger angesetzt."

## Renditen von fast 6 Prozent

Den Großteil der Abwertungen dürften die offenen Immobilienfonds damit aber erlebt haben. Die Unterschiede in den Wertentwicklungen sind deutlich (*siehe Tabelle*). Gute Fonds erzielten in den vergangenen fünf Jahren durchschnittliche Renditen von fast 6 Prozent, schlechte von unter drei Prozent, einer machte sogar Verluste. Die große Spanne liegt daran, dass die Fonds jetzt internationaler sind. Seit 1990 dürfen sie auch außerhalb Deutschlands in der EU anlegen, seit 2002 auch außerhalb Europas. Diese Freiheiten haben sie genutzt. Der Auslandsanteil stieg auf 70 Prozent (*siehe Grafik*).

Reine Deutschland-Fonds gibt es kaum noch, die Europa-Fonds dominieren. Das erhöht die Renditechancen, aber nicht unbedingt das Risiko. Denn die Anleger hängen nicht mehr so stark vom deutschen Markt ab. Die besten Fonds laut unserer Tabelle werden von Experten nicht nur wegen ihrer Wertentwicklung geschätzt.

Fonds wie der Grundbesitz Europa, der KanAm Grundinvest oder der Deka-Immobilien Global besitzen attraktive Gebäude in Toplagen, setzen nicht zu viel Fremdkapital ein, sichern Währungsrisiken voll ab und verfügen über hohe Liquidität, um einen abermaligen Ansturm der Anleger besser zu bewältigen. Zu erwarten ist er eher nicht. Und wenn doch, schützen neue Regeln. Danach müssen größere Anteilseigner Kündigungsfristen von mehreren Monaten einhalten, das verhindert, dass Fonds zu Notverkäufen gezwungen werden.

Text: F.A.S.  
Bildmaterial: F.A.Z.

---

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2010.  
Alle Rechte vorbehalten.

► Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte erwerben

---



Verlagsinformation

Mehr Transparenz in Ihren Geldanlagen: Berechnen Sie jetzt mit dem Rendite-Rechner von FAZfinance.NET die tatsächliche Rendite Ihres Anlagefonds!

F.A.Z. Electronic Media GmbH 2001 - 2010  
Dies ist ein Ausdruck aus [www.faz.net](http://www.faz.net).

Quellen: Technologie und Kursdaten von der [TeleTrader Software AG](http://TeleTrader Software AG) sowie Fondsdaten aus der FWW-Fondsdatenbank, FWW GmbH. Dieser Service ist powered by X.finance GmbH & Co. KG, © 2009. Alle Börsendaten werden mit mindestens 15 Minuten Verzögerung dargestellt.

## Anlage XVII:



Suchwort   Benutzername   MITGLIEDERBEREICH 

[> HOME](#)

### Herzlich willkommen!

Der Verband Geschlossene Fonds e.V. ist die Interessenvertretung der Anbieter geschlossener Fonds in Deutschland. Wir informieren Politik, Medien und Anleger aktiv und transparent über die Vermögensanlage „Geschlossene Fonds“. Zudem engagieren wir uns im Dialog mit dem Gesetzgeber für langfristig stabile wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen für geschlossene Fonds. Davon profitieren sowohl Anleger als auch Anbieter geschlossener Fonds.

Derzeit vertritt der VGF 48 Mitgliedsunternehmen, die zusammen für ein jährliches Investitionsvolumen rund 11,6 Mrd. Euro stehen. Bezogen auf den Gesamtmarkt in Deutschland mit einem Volumen von 15,4 Mrd. Euro im Jahr 2008 repräsentiert der VGF damit mehr als 3/4 des Marktes geschlossener Fonds.

Der VGF steht für **mehr:**

- Information** über das Produkt „geschlossener Fonds“
- Transparenz** bei Anbietern und Fonds
- Qualität** durch hohe Standards für die Aufnahme von Mitgliedern

**[AKTUELL]**

**03.02.10**  
Pressemitteilung 01/2010  
**VGF Branchenzahlen 2009: Geschlossene Fonds platzieren 2009 5,23 Milliarden Euro Eigenkapital bei Anlegern** [→](#)

**10.01.10**  
VGF Kompetenztage 2010  
**Die aktuellen Termine für das Jahr 2010 mit Themen und Orten sind verfügbar** [→](#)

**25.11.09**  
Pressemitteilung 13/09  
**„Informieren. Stärken. Starten.“ – Unter diesem Motto lädt der Branchenverband VGF am 2. und 3. Februar 2010 erstmals zu einer Jahresauftaktveranstaltung für die Branche der geschlossenen Fonds.** [→](#)

---

## Literaturverzeichnis

**Bartlsperger**, Stephan / **Boutonnet**, Beatrix / **Loipfinger**, Stephan / u.a.: Geschlossene Immobilienfonds, in: Schäffer-Poeschel Verlag, 5. Auflage, Stuttgart 2007

**Baur**, Jürgen / **Ziegler**, Thorsten: Das Investmentgeschäft, in: Bank-Verlag Medien GmbH, 2. Auflage, Köln 2008

**Börsen Zeitung**: Ausgabe 177 vom 16.09.2009

**Börsen Zeitung**: Ausgabe 195 vom 10.10.2009

**Brauer**, Kerry-U.: Grundlagen der Immobilienwirtschaft – Recht – Steuern – Marketing – Finanzierung – Bestandsmanagement - Projektentwicklung, in: Gabler GWV Fachverlage GmbH, 6. Auflage, Wiesbaden 2009

**Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)**: Investment 2009 - Daten, Fakten, Entwicklungen

**Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)**: März 2008: Offene Immobilienfonds: Solide Rendite, langfristige Wertsteigerung

**Duden**: Das Fremdwörterbuch, Band 5, in: Dudenverlag, 6. Auflage, Mannheim; Wien; Zürich 1997

**Everling**, Oliver / **Theodore** Samuel S.: Bankenrisikomanagement - Mindestanforderungen, Instrumente und Strategien für Banken, in Dr. Th. Gabler GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2008



---

**Geszentwurf der Bundesregierung:** Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), Berlin 2007

**Gondring,** Hanspeter: Immobilienwirtschaft - Handbuch für Studium und Praxis, in: Franz Vahlen GmbH, 2. Auflage, München 2009

**Gondring,** Hanspeter / **Lammel,** Eckhard: Handbuch Immobilienwirtschaft, in: Dr. Th. Gabler GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2001

**Grill,** Wolfgang / **Perczynski,** Hans: Wirtschaftslehre des Kreditwesens, in: Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, 39. Auflage, Stuttgart 2005

**Klug,** Walter: Offene Immobilienfonds - Zeit für stabile Werte, in: Fritz Knapp Verlag, Frankfurt a. Main 2004

**Klumpe,** Werner / **Nastold,** Ulrich A.: Immobilienfonds, Wirtschaft – Finanzen - Innovationen Band 7, o.O. 1997

**Loritz,** Karl-Georg / **Pfnür,** Andreas: Der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland - Konstruktion und Zukunftsperspektiven aus juristischer und ökonomischer Sicht, Immobilienwirtschaftliche Forschungen in Theorie und Praxis Band 3, in: Peter Lang GmbH Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt a. Main 2006

**Lüdicke,** Jochen / **Arndt,** Dr. Jan-Holger/ u.a.: Geschlossene Fonds - rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private- Equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten, in: C.H. Beck oHG, 5. Auflage, München 2009

**Manager Magazin:** 10/2009, 39.Jahrgang

---

**Meder**, Stephan / **Czelk**, Andreas: Grundwissen Sachenrecht, in: Mohr Siebeck, 2. Auflage, 2008

**Moritz**, Gert: Handbuch Finanz- und Vermögensberatung in: Dr. Th. Gabler GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2004.

**Nickel**, Carsten: Die Novelle des Investmentgesetzes - Die wesentlichen Änderungen für die Praxis, in: Deutscher Sparkassenverlag GmbH, Stuttgart 2008

**Nowak**, Michael: Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs für die Private Vermögensbildung und Altersvorsorge, Immobilienmanagement Band 8, in: Books on Demand GmbH, Diss. Univ. Leipzig 2005, Norderstedt 2005

**Pelikan**, Edmund: Chancen mit geschlossenen Fonds, in: GWV Fachverlag GmbH, 1. Auflage, Wiesbaden 2007

**Pilz**, Gerald: Immobilienaktien und REITs - Investmentchancen für Anleger, in: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München 2007

**Portfolio International** Ausgabe 6 Juli/ August 2005

**Ratgeber Service der Sparkassen-Finanzgruppe**: Basisinformationen über die Vermögensanlage in Investmentfonds , in: Deutscher Sparkassen Verlag GmbH, 7. Auflage, Stuttgart 2004

**Rehkugler**, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, in: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München 2009



---

**Schulte**, Karl-Werner / **Bone-Winkel**, Stephan / **Thomas**, Matthias / u.a.:  
Handbuch Immobilieninvestition, in: Immobilien Manager Verlag, 2.  
Auflage, Köln 2005

**Strunkheide**, Nicole: Optimierung von Portfolios international  
investierender Immobilienfonds, in: Bankakademie-Verlag GmbH, 1.  
Auflage, Frankfurt a. Main 2004

**Tolkmitt**, Volker: Neue Bankbetriebslehre - Basiswissen zu  
Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen, in: Dr. Th. Gabler GmbH, 2.  
Auflage, Wiesbaden 2007

**Welt am Sonntag**: Nr. 7 vom 14.02.2010

**Zitelmann**, Rainer: Vermögen bilden mit Immobilien, in: Rudolf Haufe  
Verlag GmbH & Co. KG, 2.Auflage, München 2008

---

## Internetquellen:

**Allianz Global Investors:** abrufbar unter:

[http://www.allianzglobalinvestors.de/privatkunden/rund\\_um\\_ihre\\_anlage/fo  
ndswissen/investmentfonds\\_definition/gesetzliche\\_regelungen.html](http://www.allianzglobalinvestors.de/privatkunden/rund_um_ihre_anlage/fo<br/>ndswissen/investmentfonds_definition/gesetzliche_regelungen.html)  
(zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**iii-investments:** abrufbar unter: <http://www.iii-investments.de/frame2.htm>  
(zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

### **Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)**

Jahrbuchartikel 2003: „Rating von offenen Immobilienfonds“, abrufbar  
unter:

[http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene\\_immobilienfonds/offene  
\\_immofonds\\_jb03/jb035257.pdf](http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene<br/>_immofonds_jb03/jb035257.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

### **Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)** vom

24.01.2006: „ BVI stellt Maßnahmenpaket zu offenen Immobilienfonds vor  
- Schwerpunkte Liquiditätssteuerung, Bewertung, Transparenz“, abrufbar  
unter:

[http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106\\_m  
np\\_oif/pm240106\\_mnpoif.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2006/pm240106_m<br/>np_oif/pm240106_mnpoif.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

### **Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)** vom

15.06.2009: „ Offene Immobilienfonds haben Auslandsanteil weiter  
ausgebaut“, abrufbar unter:

„[http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/p  
m150609.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm150609/p<br/>m150609.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

### **Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)** vom

23.06.2009: „ 50 Jahre offene Immobilienfonds in Deutschland“ abrufbar  
unter:

---

[http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm\\_23062009/2009\\_06\\_23\\_50\\_Jahre\\_OIFs\\_oa.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm_23062009/2009_06_23_50_Jahre_OIFs_oa.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)** vom 01.12.2009: „Fragen an Stefan Seip, Hauptgeschäftsführer BVI - Ist der offene Immobilienfonds noch zu retten?“ abrufbar unter:

[http://www.bvi.de/de/presse/statements\\_und\\_interviews/seip\\_immofinanzDez09/IF23\\_23\\_Seip.pdf](http://www.bvi.de/de/presse/statements_und_interviews/seip_immofinanzDez09/IF23_23_Seip.pdf) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Manager-Magazin** vom 06.10.2009: „Geschlossen, beschossen - entschlossen?“ abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,652302,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Manager-Magazin** vom 19.11.2009: „Dominoeffekt bei Immobilienfonds“ abrufbar unter:

<http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,662232,00.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**FAZ.net** vom 11.07.2009: „Offene Immobilienfonds gehören in jedes Depot“, abrufbar unter:

<http://www.faz.net/s/Rub645F7F43865344D198A672E313F3D2C3/Doc~EF0568FBBB775456F9ADAA8CA177DE9BB~ATpl~Ecommon~Scontent.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Handelsblatt.com** vom 02.07.2004: „Übersicht: Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz“, abrufbar unter:

[http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/\\_b=757501,\\_p=12,\\_t=ftprint,doc\\_page=0;printpage](http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/_b=757501,_p=12,_t=ftprint,doc_page=0;printpage) (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

---

**Handelsblatt.com** vom 16.01.2010: „Fonds bekommen Mittelabflüsse in den Griff“, abrufbar unter:

<http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/neuregelung-fonds-bekommen-mittelabfluesse-in-den-griff;2513272> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Kester-Haeusler-Stiftung** vom 26.03.2009: „Geschlossene Immobilienfonds“, abrufbar unter:

<http://www.institut-fuer-bankrecht.de/fonds/geschlossene/geschlossene-immobilienfonds.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Verband geschlossener Fonds (VGF)** vom 02.10.2008: „VGF-Mitglieder legen erstmals Leistungsbilanzen nach einheitlichen Leitlinien vor“, abrufbar unter: <http://www.vgf-online.de/presse/pm-auflistung-2008/vgf-mitglieder-legen-erstmal-leistungsbilanzen-nach-einheitlichen-leitlinien-vor.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

**Verband geschlossener Fonds (VGF)**: Branchenzahlen 2008 und 2009, abrufbar unter: <http://www.vgf-branchenzahlen.de/ergebnisse-2009.html> (zuletzt abgerufen am 20.02.2010)

---

## **Erklärung nach § 32 Abs. 3 AprOFingD**

„Ich versichere, dass ich diese Diplomarbeit selbständig und nur unter Verwendung der angegebenen Quellen und Hilfsmittel angefertigt habe.“

Datum: Ludwigsburg, den

Unterschrift: \_\_\_\_\_