



Prof. Dr. Wolfgang Servatius  
Working Paper 2012/1

## Funktionsdefizite beim Offenen Immobilienfonds<sup>1</sup>

Im Zuge der weltweiten Wirtschaftskrise trifft es auch den Offenen Immobilienfonds hart. Fondsschließungen führten dazu, dass die Anleger entgegen ihrer Erwartung das eingezahlte Kapital nicht zurückerhalten, potentielle Anleger werden hierdurch abgeschreckt. Der deutsche Gesetzgeber hat hierauf im Jahr 2011 reagiert und im Zuge des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG) den Rechtsrahmen für Offene Immobilienfonds partiell geändert. Hierdurch soll diese Anlageform insbesondere in allgemeinen Krisenzeiten funktionsfähiger ausgestaltet werden. Der nachfolgende Beitrag zeigt, dass diese Änderungen nicht weit genug gehen. Es wird vielmehr deutlich, dass beim Modell des Offenen Immobilienfonds wegen der Fristeninkongruenz ein strukturelles Funktionsdefizit besteht, welches letztlich nur durch einen funktionierenden Zweitmarkt behoben werden kann. Gelingt es dem Gesetzgeber und vor allem der Fondspraxis nicht, diesen zu etablieren, bleibt als sachgerechte Alternative nur die Immobilien-AG oder der *Real-Estate-Investment-Trust*, mithin in Deutschland die REIT-AG.

### I. Das Grundmodell des Offenen Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds sind eine Form der kollektiven Vermögensanlage in Immobilien. Die wirtschaftliche Grundstruktur ist einfach: eine Vielzahl von Anlegern wird durch den Fonds vereint, um hierüber großvolumige und diversifizierte Anlageobjekte zu erwerben. Der besondere Anreiz liegt darin, dass der Fonds „offen“ ist, der Kreis der Anleger mithin nicht begrenzt

---

<sup>1</sup> Prof. Dr. *Wolfgang Servatius* ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht an der Juristischen Fakultät der Universität Regensburg und Mitglied des IREBS Instituts für Immobilienwirtschaft. – Die Abhandlung beruht auf einem Vortrag, den der Verfasser am 16.1.2012 im Rahmen der interdisziplinären Ringvorlesung „Immobilien- und Kapitalmärkte“ an der Universität Regensburg gehalten hat.

ist und die Anleger jederzeit individuell Anteile zeichnen und wieder zurückgeben können. Letzteres unterscheidet den offenen Immobilienfonds vom geschlossenen, der in Deutschland traditionell als Publikumpersonengesellschaft ausgestaltet ist.<sup>2</sup>

### 1. Das Investmentdreieck

Der rechtliche Rahmen für Offene Immobilienfonds ist vor allem das Investmentgesetz (InvG), insbesondere die hierfür speziellen §§ 66 – 82 InvG. Die Grundstruktur des Fonds wird auch hier durch das sog. Investmentdreieck gekennzeichnet: Im Mittelpunkt steht eine Kapitalanlagegesellschaft (KAG), die gemäß § 75 InvG das Eigentum an den betreffenden Immobilien hält. Die einzelnen Anleger sind über die Zeichnung von Anteilen schuldrechtlich mit dieser KAG verbunden. Das Immobilieneigentum ist als Sondervermögen der KAG ausgestaltet, so dass es vor dem Zugriff anderer Fondsgläubiger zu Gunsten der Anleger geschützt ist. Die Depotbank spielt beim Immobilienfonds eine geringere Rolle als bei Aktienfonds,<sup>3</sup> hat jedoch im Zusammenhang mit der Fondsabwicklung besondere Aufgaben.

### 2. Vorteile Offener Immobilienfonds aus Sicht der Anleger

Die – ökonomischen – Vorteile Offener Immobilienfonds lassen sich traditionell unter drei Aspekten darstellen.<sup>4</sup> Im Mittelpunkt steht das Prinzip der kollektiven Vermögensanlage. Der einzelne Anleger kann in Gemeinschaft mit anderen bereits mit relativ kleinen Beträgen in großvolumige Anlageformen investieren. Beim Immobilienfonds wird dies besonders deutlich. Hiermit eng verbunden ist das Prinzip der Risikodiversifizierung. Der einzelne Anleger kann und will sein geringes anzulegendes Kapital bereits wegen der Transaktionskosten zumeist nicht auf verschiedene Anlageprodukte verteilen. Ohne die kollektive Vermögensanlage wäre es daher vielfach nicht möglich, ein ökonomisch sinnvolles Portfolio zu strukturieren. Die Folge ist das Klumpenrisiko, mithin die Gefahr, dass „alles auf eine Karte“ gesetzt wird und der Anleger möglicherweise hohe Einbußen erleidet. Der Offene Immobilienfonds, der wie alle Fonds durch das Gebot der Risikomischung geprägt ist (vgl. nur §§ 1 S. 2, 67, 73 InvG)<sup>5</sup>, ermöglicht somit auch hier die Teilhabe an einer effizienten Portfoliodiversifizierung mit kleinem Kapitalbeitrag. Schließlich ist das Prinzip der Fremdverwaltung zu nennen. Der einzelne Anleger kann und will (sog. rationale Apathie) vielfach nicht dafür Sorge tragen, wie sein Vermögen ordnungsgemäß verwaltet wird. Insofern kommt der professionellen Fondsverwaltung eine Schlüsselrolle zu, die Anlegerziele optimal zu verwirklichen. Dies betrifft beim Immobilienfonds den Erwerb und die Verwaltung der Anlageobjekte.

### 3. Die Kostenstruktur und das Prinzipal-Agenten-Problem als Kehrseite

Es versteht sich von selbst, dass diese skizzierten Vorteile im Ausgangspunkt lediglich theoretische Prinzipien sind. Zu allen Punkten lassen sich Funktionsbedingungen bestimmen, deren Nichteintritt die konkrete *Fonds-Performance* erheblich negativ beeinflussen kann und die

<sup>2</sup> Hierzu statt anderer *Servatius*, in Henssler/Strohn, Gesellschaftsrecht, 2011, Anh HGB, Rn. 1 ff.

<sup>3</sup> *Schrah*, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 173.

<sup>4</sup> Hierzu ausführlich *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 1 ff. (m.w.N.)

<sup>5</sup> Einzelheiten bei *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 99.

damit letztlich auch Teil der Diskussion sind, ob der Offene Immobilienfonds als Anlageprodukt attraktiv ist oder nicht. Im Mittelpunkt steht insofern die Kostenstruktur. Die in der Praxis vorherrschenden – gesetzlich nicht vorgegebenen! – Ausgabeaufschläge von durchschnittlich 5 % der Investitionssumme<sup>6</sup> sind ein beachtlicher Faktor, die individuelle Fondsrendite alternativen Anlageformen gegenüber zu stellen. Auch die Fremdverwaltung hat ihren Preis in Gestalt der *management fees*, die regelmäßig zwischen 0,6 und 1,5 % p.a. des Fondsvermögens betragen.<sup>7</sup> Schließlich gibt es auch beim fremdverwalteten Investmentfonds das grundlegende Prinzipal-Agenten-Problem. Die Fondsverwaltung ist rechtlich zwar allein auf das in den Vertragsbedingungen definierte Anlegerinteresse verpflichtet (vgl. nur § 9 InvG). Gleichwohl besteht auch hier die Gefahr, dass nachlässig oder wegen der Verfolgung von Eigeninteressen illoyal gehandelt wird. Die hieraus resultierenden Kosten, mithin Einbußen der Anleger, lassen sich in der Praxis zumeist nicht konkret beziffern. Die nicht anlegergemäße Fremdverwaltung wird gleichwohl in der Literatur vielfach als ein wesentlicher Grund dafür gesehen, dass die von Investmentfonds erzielten Ergebnisse langfristig oft hinter der *Performance* eines hypothetischen Referenz-Portfolios zurückbleiben.<sup>8</sup> Wenngleich sich dieser Gedanke beim Immobilienfonds wegen der Individualität der Anlageobjekte nur schwerlich verifizieren lässt, muss diese Gefahr gleichwohl ernst genommen werden, zumindest, soweit es den Vergleich mit alternativen Direktanlagemöglichkeiten jenseits des Immobilienbereichs betrifft.

#### 4. Offene Immobilienfonds als (deutscher) Sonderweg?

Die besondere Bedeutung Offener Immobilienfonds steht aus deutscher Sicht außer Frage. Deren Anzahl bewegt sich relativ konstant bei knapp 50; das Anlagevolumen beträgt ca. 85 Mrd. Euro.<sup>9</sup> Ordnet man diesen Befund jedoch in den weltweiten Investmentmarkt ein, fällt sogleich auf, dass es sich beim Offenen Immobilienfonds in Deutschland keineswegs um die Rezeption eines ausländischen, vor allem also angelsächsischen, Vorbildes handelt.<sup>10</sup> Die Idee des Offenen Immobilienfonds kam wohl erstmals im Jahr 1938 in der Schweiz auf und bleibt seitdem auch weitgehend auf Europa beschränkt. Wenngleich er daneben auch in Spanien, Frankreich<sup>11</sup> und Österreich als Anlageform existiert, scheint es doch, dass er in Deutschland mit Abstand am meisten Bedeutung hat. So war der Offene Immobilienfonds hier bereits Gegenstand des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) aus dem Jahr 1968, dem Vorläufer des heutigen InvG.<sup>12</sup> Soweit ersichtlich, gibt es den Offenen Immobilienfonds demgegenüber weder in Großbritannien noch in den USA. Weltweit scheint daher vor allem der *Real Estate Investment Trust* (REIT) das Vehikel für die kollektive Vermögensanlage in Immobilien zu sein. Auch die europäische Rechtsharmonisierung erfasst die Offenen Immobilienfonds derzeit nicht.

<sup>6</sup> Vgl. Baur, in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 20 Rn. 281.

<sup>7</sup> Einzelheiten hierzu bei Köndgen/Schmies, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 127 ff.

<sup>8</sup> Grundlegende Jensen, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, Journal of Finance, 1968, 349; weitere Einzelheiten und Nachweise bei Köndgen/Schmies, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 4.

<sup>9</sup> Vgl. die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank, November 2011, S. 52.

<sup>10</sup> Vgl. zur historischen Entwicklung Schrah, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 169.

<sup>11</sup> Seit 2006 *Organisme de placement collectif dans l'immobilier – OPCI*.

<sup>12</sup> Hierzu Tullius, DB 1969, 1721.

## II. Das Problem der Fristeninkongruenz

Kenzeichnend für Offene Immobilienfonds ist das *Open end*-Prinzip. Die Anleger können hier- nach in einen bestehenden Fonds ein- und aussteigen, ohne dass der Fonds deswegen abgewi- ckelt würde. Hierin liegt der bereits erwähnte Fundamentalunterschied zum geschlossenen Immobilienfonds, bei dem die Anleger vereinbarungsgemäß über einen langen Zeitraum bis zur Auflösung des Fonds Mitglied der Fondsgesellschaft sind.

### 1. Funktionsweise des Open end-Prinzips

Die Funktionsweise des *Open end*-Prinzips beim Offenen Immobilienfonds beruht auf einer gedanklichen Trennung des (gesamten) Fondsvermögens vom individuellen Anteilsvermögen der einzelnen Investoren. Dies wird deutlich, wenn man das beim Offenen Immobilienfonds zwangsläufig verbundenen Problem der Fristeninkongruenz näher betrachtet: Das Geschäfts- modell des Fonds ist regelmäßig das langfristige Halten und Verwalten eines Immobilienver- mögens (sog. *Buy and hold*-Strategie). Die Anleger dürfen jedoch in legitimer Weise darauf vertrauen, dass sie ihr investiertes Kapital jederzeit, d.h. börsentäglich, zurück erhalten kön- nen. Dieses Interesse ist in §§ 36, 37, 79 Abs. 3 InvG gesetzlich abgesichert.<sup>13</sup> In der Literatur herrscht hierauf beruhend sogar die Auffassung vor, es bestehe das „gesetzliche Leitbild“ eines freien Rückgaberechts.<sup>14</sup>

Betrachtet man sich diese beiden Charakteristika Offener Immobilienfonds, spiegelt sich ein Phänomen wieder, welches ansonsten in den Kontext der „goldenen Bilanzregel“ gerückt wird: Eine langfristige Investition (in Immobilien) wird kurzfristig finanziert (in Gestalt des liquiden individuellen Anteilsvermögens). Wertneutral gesprochen besteht somit aus der Finanzie- rungsperspektive eine Fristeninkongruenz. Diese ist im Ausgangspunkt keineswegs durch Fehl- verhalten der Akteure entstanden, sondern strukturell vorgegeben.<sup>15</sup> Soweit nämlich der Fonds auf Grund der rechtlichen und vertraglichen Ausgestaltung es zulässt, dass das Fonds- vermögen in Immobilien investiert wird, die einzelnen Anleger jedoch ihr investiertes Kapital börsentäglich zurückerhalten, ist dies an sich nicht zu missbilligen. Die mit der Fristeninkon- gruenz einhergehende Gefahr, dass der Fonds nicht funktioniert, mithin eine der beiden Kom- ponenten letztlich nicht praktiziert werden kann, ist daher im Grundmodell es Offenen Immo- bilienfonds angelegt.

### 2. Die hieraus resultierende Gefahr der – vielfach bereits realisierten – Liquiditätskrise

Dies lenkt den Blick auf den Punkt, der als wesentlicher Aspekt der derzeitigen Fondskrise an- gesehen werden kann. Den Fondsgesellschaften gelingt es nicht, die nach dem Vorgesagten berechnete Erwartung der Anleger nach börsentäglicher Anteilsrückgabe gegen Rückzahlung des Kapitals zu befriedigen. Dass hiervon auch große, namhafte Fonds betroffen sind, verdeut- licht, dass es sich um ein strukturelles Problem der Fondsbranche handelt und nicht nur ein-

<sup>13</sup> Konsequenz daher die Einschätzung von *Werum/Zentis*, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 182: „wesentliches Merkmal“, „einzigartige jederzeitige Rückgabe- möglichkeit“.

<sup>14</sup> *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 140.

<sup>15</sup> Ähnlich deutlich *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 97: augenfälliger Konflikt zwischen dem langfristigen Charakter der Anlageobjekte und dem Rückgaberecht der Anteilsinhaber.

zelne „Ausreißer“ auf Grund individueller Besonderheiten des Einzelfalles betroffen sind. Laut Statistik des Branchenverbands BVI<sup>16</sup> sind zum 31.12.2011 Fonds mit einem Volumen von mehr als 20 % des Gesamtvermögens Offener Immobilienfonds „eingefroren“, d.h. die Anteilsrücknahme wurde ausgesetzt.<sup>17</sup> Fonds mit einem Anteil von 7,7 % des gesamten Fondvermögens stehen bereits vor der Auflösung.<sup>18</sup>

### III. Unzureichende präventiv wirkende Korrekturmechanismen

Man mag sicher darüber streiten, ob die genannten Liquiditätsprobleme wirklich alle auf der Fristeninkongruenz beruhen und ihre Ursache nicht zumindest auch in der derzeitigen allgemeinen Finanz- und Wirtschaftskrise haben. Gleichwohl spricht einiges dafür, dass das strukturelle Problem der kurzfristigen Finanzierung langfristiger Investitionen zumindest in bedeutender Weise mitursächlich dafür ist, dass die Fondsliquidität vielfach nicht mehr gewährleistet ist, immerhin gab es die ersten Fondsschließungen bereits vor der Finanzkrise. Der Gesetzgeber sieht dies überdies genauso, denn es sind im InvG verschiedene Korrekturmechanismen vorgesehen, um Liquiditätsproblemen vorzubeugen.

#### 1. Liquidies Fondsvermögen, Barreserve

Zu nennen ist hier einmal die rechtlich vorgesehene Möglichkeit, dass der Fonds gemäß § 80 Abs. 1 S. 1 InvG bis zu 49 % des Vermögens in Bankguthaben vorhält oder kurzfristig realisierbaren Vermögenswerten anlegt, mithin gerade nicht in Immobilien. Zum anderen ist gemäß § 80 Abs. 1 S. 2 InvG zwingend eine Barreserve von mindestens 5 % des Fondsvermögens vorzuhalten, um dem Rücknahmeverlangen der Anleger entsprechen zu können. In der Praxis beträgt diese strategische Barreserve in der Regel 20 % des Fondvermögens.<sup>19</sup> Auf den ersten Blick scheint der Gesetzgeber hier eine sachgerechte Eindämmung des Problems der Fristeninkongruenz vorzusehen. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass beides rechtspolitisch verfehlt und vielfach unzureichend ist.

Es ist vordergründig zwar sehr im Interesse der liquiditätsorientierten Anleger, wenn große Teile des Fondsvermögens auch in kurzfristig realisierbaren Vermögenswerten gebunden sind. Auf der anderen Seite muss jedoch bedacht werden, dass das Modell des Offenen *Immobilienfonds* hierdurch relativiert wird. Unterstellt man nämlich, die Anleger wollten in einen Immobilienfonds investieren, am Immobilienertrag zu partizipieren und das immobilienpezifische Verlustrisiko einzugehen, entspricht es dieser Erwartung nicht, wenn große Teile des Fondsvermögens in Bankguthaben, Geldmarktinstrumenten oder sonstigen Wertpapieren angelegt

<sup>16</sup> Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

<sup>17</sup> Dies betrifft laut BVI die Fonds SEB ImmoInvest CS EUROREAL A, KanAm grundinvest Fonds, KanAm SPEZIAL grundinvest Fonds, AXA Immosolutions, UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe und DEGI GERMAN BUSINESS (vgl.

[http://www.bvi.de/export/sites/internet\\_relaunch/downloads/2011\\_12\\_OIF\\_Status\\_und\\_FV.pdf](http://www.bvi.de/export/sites/internet_relaunch/downloads/2011_12_OIF_Status_und_FV.pdf), abgerufen am 17.2.2012).

<sup>18</sup> Dies betrifft laut BVI die Fonds AXA IMMOSELECT, DEGI INTERNATIONAL, DEGI EUROPA, TMW Immobilien Weltfonds P, Morgan Stanley P2 Value und DEGI GLOBAL BUSINESS (vgl.

[http://www.bvi.de/export/sites/internet\\_relaunch/downloads/2011\\_12\\_OIF\\_Status\\_und\\_FV.pdf](http://www.bvi.de/export/sites/internet_relaunch/downloads/2011_12_OIF_Status_und_FV.pdf), abgerufen am 17.2.2012).

<sup>19</sup> *Werum/Zentis*, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 183.

werden. Dann könnten die Anleger insofern auch unmittelbar eine Direktanlage tätigen oder einen Aktien- oder Geldmarktfonds zeichnen.<sup>20</sup>

Darüber hinaus kann die zwingende Notwendigkeit einer Barreserve stets nur ein bestimmtes maximales Rücknahmeverlangen befriedigen. Liegt dies – aus welchen Gründen auch immer<sup>21</sup> – darüber, genügt die Barreserve nicht. Im Kern ist das vom Gesetzgeber auf Grund der 5 %-Grenze zu Grunde gelegte mäßige Rücknahmeverlangen der Anleger damit eine ganz zentrale Funktionsbedingung, damit es beim offenen Immobilienfonds nicht zu einer Liquiditätskrise kommt. Wird die kritische Größe überschritten, funktioniert der Fonds nicht mehr, und die Anteilsrücknahme muss entgegen der an sich durch § 37 InvG legitimierten Anlegererwartung ausgesetzt werden.

## **2. Mindesthaltefristen, feste Rückgabetermine**

Auf Grund dieser Defizite sieht der Gesetzgeber darüber hinaus im Ausgangspunkt zutreffend auch flankierende Mechanismen zur Kompensation des Problems der Fristeninkongruenz. Nachdem in den bisherigen Vertragsbedingungen der Praxis kaum Mindesthaltefristen vereinbart wurden,<sup>22</sup> gibt es nunmehr zwingende Regeln. Im Mittelpunkt stehen seit der jüngst im Zuge des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG) die gesetzlichen Mindesthaltefristen. Nach dem neu gefassten § 80 c Abs. 3 InvG sind Anteilsrückgaben, soweit sie 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr für einen Anleger übersteigen, erst nach Ablauf einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten möglich.

Hierdurch wird vordergründig Stabilität erzielt, indem zumindest für die im Regelfall institutionellen (Groß-)Anleger der schnelle Ausstieg erschwert wird. Das für die Funktionsfähigkeit des offenen Immobilienfonds erforderliche mäßige Rücknahmeverlangen kann hierdurch gleichwohl nur sehr begrenzt verwirklicht werden. Zum einen besteht eine große Gefahr, die Haltefrist durch betrags- und personenmäßige Aufspaltung der Investitionssumme zu umgehen bzw. abzumildern. Zum anderen führt die Friste letztlich nur zu einer Verschiebung der (potenziellen) Liquiditätskrisen nach hinten. Die selbe Schwäche haben auch die durch § 80 c Abs. 2 InvG ausdrücklich als zulässig erachteten vertraglichen festen Rückgabetermine.

## **3. Zwingende Kündigungsfristen (für alle)**

Einen weiteren Ansatz, auf ein mäßiges Rücknahmeverlangen hinzuwirken und der KAG vor allem Planungssicherheit einzuräumen, folgt aus zwingenden Kündigungsfristen. Wie bereits erwähnt, hat die börsentägliche Verfügbarkeit über den Anteilswert eine in Deutschland lange Tradition (vgl. §§ 36, 37 Inv). Gemäß § 80 c Abs. 4 InvG ist im Zuge des AnsFuG nunmehr zwingend vorgesehen, dass Anteilsrückgaben von mehr als 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr durch einen Anleger mit einer zwölfmonatigen Friste gekündigt werden müssen.

Diese Regelung hilft über die Starrheit fester Rückgabetermine hinweg, denn die Fondsgesellschaft kann größere Mittelabflüsse vorhersehen und ihr Liquiditätsmanagement darauf einstel-

<sup>20</sup> Im Ergebnis ebenso *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 100: „systemwidrig“.

<sup>21</sup> Überblick hierzu bei *Klusak* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG/InvStG, 2010, § 80 c Rn. 1 f.

<sup>22</sup> So *Werum/Zentis*, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 184.

len, bis hin zum rechtzeitigen Immobilienverkauf. Es ist daher zu begrüßen, dass der Gesetzgeber dieses Kündigungsmodell eingeführt hat und das Prinzip der börsentäglichen Anteilsrückgabemöglichkeit damit stark relativierte. Man muss sich allerdings fragen, ob es ausreicht, dass diese Einschränkung nur Großinvestoren treffen. Auch hier gilt einmal das bereits erwähnte Umgehungspotential, was die Regelung möglicherweise praktisch leerlaufen lässt. Zum anderen ist es keineswegs so, dass die Liquiditätskrisen von Fonds nur durch das Verhalten der institutionellen Anleger ausgelöst werden. Man muss sich daher fragen, ob es nicht sinnvoll wäre, derartige Kündigungsfristen für alle Anleger zwingend vorzuschreiben, mithin auch für die privaten Kleinanleger.<sup>23</sup>

Rechtspolitisch betrachtet wäre dies keinesfalls ein illegitimer Systembruch. Auf den ersten Blick stellte es zwar die bisherige Struktur Offener Immobilienfonds in einem zentralen Punkt auf den Kopf, denn die berechtigte Erwartung nach kurzfristige Liquidität gehört traditionell zu den zentralen Argumenten für die Investition in Offene Immobilienfonds. Bei genauerer Betrachtung verdienen die Anleger jedoch nicht den Schutz, den der Offene Immobilienfonds – vermittelt über §§ 36, 37 InvG – derzeit erfahren. Man muss nur anerkennen, dass die Verwirklichung des kurzfristigen Liquiditätsinteresses bei der Immobilienanlage denklogisch ausgeschlossen ist. Der Fonds kann schlichtweg nicht über einen flexiblen An- und Verkauf von Immobilien auf alle unvorhergesehenen Anteilsrückgaben reagieren. Insofern muss auch beim Immobilienfonds zumindest teilweise auf die Schwerfälligkeit der Anlageobjekte Rücksicht genommen werden. Wenn der Anleger bei der Immobiliendirektanlage nicht über sein investiertes Vermögen jederzeit verfügen kann, spricht nichts dagegen, diesen Aspekt bei der indirekten Fondsanlage zumindest ansatzweise zur Geltung zu bringen. Die Anleger werden daher nicht unverhältnismäßig benachteiligt, wenn zwingend Kündigungsfristen einzuhalten sind, um dem wenig liquiden Immobilienmarkt Respekt zu zollen.<sup>24</sup>

#### 4. Ausgabeaufschläge

Ein weiteres Steuerungsmittel sind schließlich die in der Praxis vorherrschenden Ausgabeaufschläge. Indem der Anteilserwerb und die Rückgabe hierdurch zu Lasten der Anleger Kosten auslösen – wie bereits erwähnt, durchschnittlich 5 % – haben sie eine Steuerungsfunktion und bewirken tendenziell das langfristige Halten einer Fondsbeteiligung. Auf dieser Grundlage sind sie zu begrüßen, um das der gesetzlichen Konzeption entsprechende mäßige Rücknahmeverlangen der Anleger zu gewährleisten.<sup>25</sup>

Es darf indessen nicht verkannt werden, dass diese Kosten letztlich nicht dem Fondsvermögen zu Gute kommen, sondern den Anteilsvertrieb finanzieren.<sup>26</sup> Insofern bestehen strukturell erheblich Zweifel, dass über diese Kosten sachgerecht das Interesse aller Anteilsinhaber an der Stabilität des Fondsvermögens gewährleistet wird und nicht externe Renditeziele anderer im Vordergrund stehen. Zudem hört man aus der Fondspraxis, dass die institutionellen Anleger

<sup>23</sup> Anders noch die vorherrschende Tendenz in den bisherigen Gesetzgebungsverfahren, vgl. BT-Drs. 16/5575, S. 77.

<sup>24</sup> Hierzu bereits *Servatius*, „Abschied von der ‚Eier legenden Wollmilchsau‘, in *Börsenzeitung* vom 27.10.2010, S. 2.

<sup>25</sup> So auch *Werum/Zentis*, in *Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen*, 2009, S. 184, insbesondere im Hinblick auf kurzfristig agierende institutionelle Investoren.

<sup>26</sup> Hierzu *Einmahl*, ZIP 2002, 381.

vielfach von den Aufschlägen befreit werden, so dass die Steuerungsfunktion in diesem bedeutsamen Bereich gering ist. Rechtspolitisch sollte daher davon abgesehen werden, in dieser Kostenstruktur eine Lösung der potentiellen Liquiditätsprobleme beim Offenen Immobilienfonds zu sehen. Der Gesetzgeber handelt richtig, indem er diese Frage bislang nicht zum Gegenstand des InvG gemacht hat (vgl. allein die Erwähnung vertraglicher Regelungen in § 23 Abs. 2 InvG).

#### **IV. Die rechtliche Bewältigung der eingetretenen Liquiditätskrise**

Die vorstehenden Ausführungen haben gezeigt, dass die für das Funktionieren eines Offenen Immobilienfonds notwendige mäßige Anteilsrückgabe mit den derzeitigen gesetzlichen Regeln und den *de lege ferenda* in Betracht kommenden Ergänzungen nur unzureichend verwirklicht werden kann. Die Fristeninkongruenz als das zentrale Funktionsdefizit beim Offenen Immobilienfonds bleibt daher vorhanden und kann nach wie vor zu Liquiditätskrisen führen. Nachfolgend soll daher dargelegt werden, auf welche Weise die jetzige Rechtslage darauf reagiert, wenn es – wie derzeit in großem Umfang – zu Liquiditätsengpässen kommt.

##### **1. Aussetzung der Anteilsrücknahme**

Im Mittelpunkt der Reaktionsmöglichkeiten steht die Aussetzung der Anteilsrücknahme. Im Zuge des AnsFuG kam es hier zu einer begrüßenswerten Verschärfung der gesetzlichen Regelungen. Gemäß §§ 80 c Abs. 1, 81 Abs. 1 S. 1 InvG besteht die Pflicht der KAG, die Anteilsrücknahme auszusetzen, wenn eine Verletzung Liquiditätsvorschriften droht. Daneben besteht für die BAFin die aufsichtsrechtliche Möglichkeit, die Anteilsrücknahme auszusetzen. Der im Zuge des AnsFuG neu gefasste § 37 Abs. 3 InvG erleichtert dies, indem es sich hierbei abweichend vom früheren Recht nunmehr immerhin um eine „Soll“-Vorschrift handelt.

##### **2. Erleichterte Immobilienveräußerung, Fondsabwicklung**

Mit der ggü. allen Anlegern gleichermaßen wirkenden Aussetzung der Anteilsrücknahme soll die Fondsgesellschaft Gelegenheit bekommen, die erforderliche Liquidität zur Befriedigung der Rücknahmeverlangen zu beschaffen. Insofern kommt den durch das AnsFuG erheblich erleichterten Möglichkeiten der Immobilienveräußerung eine zentrale Bedeutung zu.

Um diese in den Gesamtkontext einordnen zu können, ist zunächst auf die allgemeinen gesetzlichen Vorgaben für den Immobilienverkauf hinzuweisen. Nach § 82 Abs. 1 InvG ist dieser nur zu dem periodisch neu ermittelten Sachverständigenwert zulässig. Dies ist der Verkehrswert (vgl. § 79 Abs. 1 S. 2 InvG), der anhand eines „am jeweiligen Immobilienanlagemarkt anerkannten Wertermittlungsverfahrens“ zu bestimmen ist (vgl. § 77 Abs. 1 a S. 3 Nr. 3 InvG). Im Kern muss hiernach die Immobilienveräußerung zur Liquiditätsbeschaffung zu dem Wert erfolgen, der – abzüglich der Verbindlichkeiten – allgemein zur Ermittlung des Fondsvermögens herangezogen wird und auch maßgeblich ist für den individuellen Anteilswert der Anleger, sog. Nettoinventarwert bzw. *Net Asset Value* (vgl. insofern auch § 36 InvG).<sup>27</sup> Das Gesetz geht somit bei den Vorgaben zur Immobilienveräußerung vom „Idealfall“ aus, wonach der den Anteilswert maßgeblich prägende Verkehrswert der Immobilien tatsächlich am Markt realisierbar ist.

<sup>27</sup> Einzelheiten bei Schmitz in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG/InvStG, 2010, § 36 Rn. 5 ff.



Die KAG muss nach dem das Liquiditätsproblem auslösende Rücknahmeverlangen gemäß § 81 Abs. 1 S. 2 InvG sechs Monate lang versuchen, diesen Marktwert tatsächlich beim Verkauf zu realisieren. Gelingt die hiernach werthaltige Immobilienveräußerung – aus welchen Gründen auch immer – nicht, sieht der durch das AnsFuG grundlegend neu gefasste § 81 InvG zeitlich gestufte Erleichterungen vor: Gemäß § 81 Abs. 2 InvG darf die KAG zwölf Monate nach Aussetzung der Anteilsrücknahme die Immobilien mit einem 10 %-Abschlag verkaufen. Nach 24 Monaten seit Aussetzung darf dies mit einem 20 %-Abschlag erfolgen (§ 81 Abs. 3 InvG). Nach 30 Monaten kommt es zwingend zur Fondsabwicklung (§ 82 Abs. 4 InvG), dann gibt es keine strikten gesetzlichen Vorgaben mehr, zu welchem Wert die Immobilien verkauft werden dürfen.

### 3. Beschränkte Rechtsmacht der Anteilsinhaber

Die vorstehend skizzierten Veräußerungsmodalitäten sind im Ausgangspunkt zwingendes Recht. Eine Ausnahme hiervon besteht jedoch auf Grund des im Zuge des AnsFuG eingeführten § 81 b InvG. Hiernach haben die Vertragsbedingungen künftig für den Fall der Aussetzung der Anteilsrücknahme vorzusehen, dass die Anleger durch Mehrheitsbeschluss in die Veräußerung bestimmter Vermögensgegenstände einwilligen können, wenn die Veräußerung nicht zu angemessenen Bedingungen, mithin dem Sachverständigenwert gemäß § 79 Abs. 1 S. 2 InvG, erfolgt.

Diese Regelung stärkt die Autonomie der Anleger, freilich zum Preis des Mehrheitsprinzips (vgl. zu den Einzelheiten der Beschlussfassung § 81 b Abs. 2 und 3 InvG). In gesellschaftsrechtliche Denkfiguren fügt sich dieser Ansatz ohne weiteres ein, so dass prinzipiell nichts dagegen spricht, dieser Regelung auf beim Immobilienfonds in Bezug auf die Willensbildung der Anteilsinhaber eine große, positive Bedeutung zuzusprechen. Immerhin kann hierüber mittels Selbstregulierung eine Flexibilität erreicht werden, die letztlich allen Anlegern zu Gute kommt. Die Gefahr missbräuchlicher Entscheidungen ist dadurch eingedämmt, dass alle von der Beschlussfassung gleichermaßen (wertmäßig) betroffen sind, so dass eine gewisse Richtigkeitsgewähr besteht.<sup>28</sup> Spricht sich die Mehrheit sachwidrig für eine unangemessen niedrige Veräußerung von Immobilien aus, betrifft das die finanziellen Interessen der dies bewirkenden Mehrheit gleichermaßen – alle sitzen im selben Boot.

Wegen dieser positiven Effekte der Anlegerautonomie ist es jedoch nicht nachvollziehbar, warum der Gesetzgeber im Zuge des AnsFuG diesen sachgerechten Weg letztlich nur halbherzig gegangen ist. Nach § 81 b Abs. 1 S. 3 InvG ist der Beschluss nämlich für die KAG nicht bindend. Er legitimiert daher den flexiblen Verkauf, kann ihn jedoch nicht herbeiführen. Diese Regelung sollte daher gestrichen werden, damit die Anleger künftig jenseits der strikten Vorgaben von § 81 InvG die Immobilienveräußerung beschleunigen können, um damit ihr Liquiditätsinteresse zu befriedigen. Es geht ja beim Verkauf unterhalb der Sachverständigenwerte nicht darum, dass Fondsvermögen verschleudert wird. Der flexible Verkauf dient vielmehr dem legitimen Ziel, aus dem in Immobilien gebundenen Fondsvermögen Liquidität zu erzielen, und die hat eben ihren Preis.

### V. Das ungelöste Bewertungsproblem

<sup>28</sup> Hierzu im Aktienrecht ausführlich *Servatius, Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung*, 2004, S. 183 ff.

Der soeben erörterte Aspekt des Immobilienverkaufs zur Liquiditätsbeschaffung ebnet schließlich den Weg zum nach wie vor größten strukturellen Funktionsdefizit Offener Immobilienfonds: Der Immobilienbewertung. Dieses soll hier nicht darin gesehen werden, dass die Bewertung wegen der Nähe zwischen Sachverständigen und KAG verfälscht wird bzw. die ermittelten Werte tendenziell überhöht wären.<sup>29</sup> Das Funktionsdefizit liegt vielmehr – wertneutral – in der gesetzlich vorgegebenen Bewertungsmethode, die der gesetzlich vorgeprägten Interessenpluralität beim Offenen Immobilienfonds nicht ausreichend Rechnung trägt.

## 1. Die rudimentären gesetzlichen Vorgaben

Über die konkrete Bewertung des Immobilienvermögens finden sich in den gesetzlichen Regelungen erstaunlicherweise nach wie vor nur wenig materielle Vorgaben. Während das AnsFuG im Hinblick auf die Bewertungsintervalle mittlerweile eine differenzierte Bewertung vorsieht (vgl. § 79 InvG), enthält das InvG darüber hinaus kaum Hinweise, welchem Ziel die Bewertung genau dient und vor allem, welche Methode hierfür anzuwenden ist. Dass die Immobilienbewertung hiernach vor allem eine – wenig justiziable – Domäne der Immobilienpraxis ist, liegt daher auf der Hand.

Einzelne materielle Vorgaben über die Immobilienbewertung finden sich nur in § 79 Abs. 1 S. 2 InvG durch Bezug auf den Begriff des „Verkehrswertes“. Der unabhängige Sachverständigenausschuss hat diesen Verkehrswert gemäß § 77 Abs. 1 a S. 3 Nr. 3 InvG anhand eines „geeigneten, am jeweiligen Immobilienanlagemarkt anerkannten Wertermittlungsverfahren“ zu ermitteln. Dieser kryptische Verweis führt nach allgemeiner Meinung in die gemäß § 194 BauGB an sich in baurechtlichen Enteignungsverfahren heranzuziehende Immobilienwertermittlungsverordnung vom 19. Mai 2010 (ImmoWertV).<sup>30</sup> Diese dient gemäß § 1 Abs. 1 ImmoWertV der Ermittlung des Verkehrswerts (Marktwerts) von Grundstücken und sieht verschiedene Bewertungsmethoden vor: Vergleichswertverfahren (§§ 15 f. ImmoWertV), Ertragswertverfahren (§§ 17 ff. ImmoWertV), Sachwertverfahren (§§ 21 ff. ImmoWertV).

## 2. Der Verkehrswert als fiktiver Marktwert

Auf die Einzelheiten dieser verschiedenen Wertermittlungsmethoden soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Wichtig ist allein, dass der zu ermittelnde Verkehrswert nach allen Verfahren ein fiktiver Marktwert ist. Es geht somit bei der Bewertung nicht darum, dass die betreffende Immobilie tatsächlich zu diesem Wert verkauft wird, sondern (nur) darum, dass einer Veräußerung zu diesem Wert bei realitätsnaher Betrachtung üblich wäre.

Hierin liegt das eigentliche strukturelle Problem der Immobilienbewertung im Zusammenhang mit der Fristeninkongruenz: Im Verhältnis zu den Anlegern – sei es im Rahmen der Anteilsrückgabe gemäß §§ 36, 37 InvG oder im Rahmen des angemessenen Veräußerungspreises der Immobilien während der Aussetzung der Anteilsrücknahme gemäß § 81 InvG – ist stets dieser hypothetische Wert maßgeblich. Der rückgabewillige Anleger bekommt einen entsprechenden

<sup>29</sup> Zur Missbrauchsanfälligkeit der Immobilienbewertung statt anderer *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 101.

<sup>30</sup> *Klusak* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG/InvStG, 2010, § 77 Rn. 8; Ergänzend können auch die Wertermittlungsrichtlinien herangezogen werden (vgl. <http://www.wertermittlungsverordnung.de/Wertermittlungsrichtlinien.pdf>).

Anteil (vgl. § 23 Abs. 2 S. 2 InvG), die Fondsimmobilien dürfen im Ausgangspunkt nur zu diesem Wert veräußert werden (vgl. § 81 Abs. 1 InvG). Der einzelne Anleger hat hiernach – gesetzlich legitimiert! – die berechtigte Erwartung, seinen Anteil börsentäglich zum entsprechenden Teil dieses Wertes zurückzugeben. Die Gesamtheit der Anleger hat die berechtigte Erwartung, dass die KAG die Immobilien im Ausgangspunkt nur zu diesem Wert verkauft, um hierdurch Liquidität zu erzielen.

### 3. Das aktuelle Liquiditätsinteresse der Anleger

Erkennt man an, dass der fiktive Marktwert der Immobilien den Anteilswert bzw. den Wert des Immobilienvermögens kennzeichnet, wird deutlich, dass dieser Wert ungeeignet ist, um ein aktuelles Liquiditätsinteresse zu befriedigen.<sup>31</sup> Soweit nämlich die konkrete Möglichkeit, den durch die ImmoWertV *lege artis* ermittelten Marktwert auch zeitnah zu erzielen, nicht gegeben ist, darf der Anleger letztlich nicht darauf vertrauen, dass sein – täglich realisierbarer – Rücknahmepreis hieran ausgerichtet ist. Er müsste als Preis der Liquidität Abschläge hinnehmen.

Man nehme zur Verdeutlichung dieses Problems nur als Beispiel, dass der Fonds Eigentümer eines renommierten Luxushotels in Berlin ist. Ergäbe sich nach der gemäß ImmoWertV maßgeblichen Ertragswertmethode<sup>32</sup> ein Verkehrswert von Höhe von 200 Mio. Euro, ist keineswegs sicher, ob ein entsprechender Käufer existiert, der diesen Betrag auch zahlen kann oder will. Dem liquiditätsorientierten Fondsanleger nützt es daher nichts, wenn er auf einen hohen Verkehrswert verwiesen wird, dieser jedoch eine bloß theoretische Größe ist, so dass mangels Realisierbarkeit des Verkaufs hieraus auch zeitnah keine Liquidität generiert werden kann. Schlimmer noch: Der Anleger, der bei der Anteilsrückgabe aus der Barreserve des Fonds (!) seinen Anteil am fiktiven Marktwert des Hotels ausbezahlt bekommt, erlangt auf Kosten der verbleibenden Anleger eine Liquidität, die seine die Anlageentscheidung maßgeblich prägende Immobilienanlage in Gestalt des Hotels mangels aktueller Verkaufsmöglichkeit nicht vermitteln kann.

Der hypothetische Marktwert ist damit letztlich eine Art Buchwert, die keineswegs Aussagekraft hat in Bezug auf den hieraus aktuell zu erzielenden Erlös. Die Regelung des § 36 Abs. 1 InvG widerspricht diesem augenfälligen Bruch zwischen fiktivem Marktwert und realem Liquiditätsinteresse. Das Gleiche gilt während der Aussetzung der Anteilsrücknahme. Wenn § 81 InvG gewährleistet, dass die Anleger im Ausgangspunkt keine und später nur mäßige Abschläge gegenüber dem vom Sachverständigenausschuss ermittelten fiktiven Marktwert hinnehmen müssen, wird ihnen suggeriert, dass die Realisierbarkeit des fiktiven Marktwerts dem Regelfall entspricht und die konkrete Nichtveräußerbarkeit der Immobilien zu diesem Wert die – systemwidrige! – Ausnahme. Im Ergebnis werden daher beim Offenen Immobilienfonds die berechtigten realen Liquiditätsinteressen der Anleger nicht durch ein hierauf abgestimmtes Bewertungsverfahren befriedigt.

### 4. Bewertung zu Zerschlagungswerten?

<sup>31</sup> Ähnlich *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 101 a: Dominanz des langfristigen Bewertungsansatzes.

<sup>32</sup> Nach *Klusak* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG/InvStG, 2010, § 77 Rn. 8 ist dies das in der Praxis übliche Verfahren.

Vor diesem Hintergrund erscheint es als konsequent, wann man die Immobilienbewertung grundlegend umgestaltet. Soweit das Liquiditätsinteresse der Anleger reicht, müsste es auch im Bewertungsverfahren Niederschlag finden – jede Bewertung erfolgt zielgerichtet. Die Bewertung zu Zerschlagungswerten wäre die naheliegende Lösung, freilich verbunden mit erheblichen Abschlägen gegenüber dem bislang maßgeblichen Sachverständigenwert gemäß ImmoWertV. Diese Abschläge wären jedoch keinesfalls systemwidrig; sie wären der Preis für die Liquidität. Man muss nur Parallelen zum Insolvenzrecht ziehen, wo die Gläubiger zur Verwirklichung ihres legitimen aktuellen Liquiditätsinteresses auch das vom Insolvenzverwalter „versilberte“, d.h. konkret veräußerte Schuldnervermögen ausgekehrt bekommen.

Dass ein derartiger Wechsel der Bewertungsmethode hin zu Zerschlagungswerten beim Offenen Immobilienfonds außerhalb der Insolvenz indessen nicht sachgerecht wäre, verdeutlicht ein bislang noch nicht dargelegter weiterer Aspekt: Es ist nämlich im Regelfall keineswegs so, dass alle Anleger eines Fonds ihre Anteile zurückgeben wollen. Zumeist ist dies nur ein Teil, wohingegen die übrigen durchaus weiter am Ertrag der vom Fonds gehaltenen Immobilien profitieren möchten und konsequenterweise kein Veräußerungsinteresse (ggf. zu Zerschlagungswerten) haben. Diese Interessenpluralität bzw. die Zielkonflikte der Anleger<sup>33</sup> innerhalb des Fonds ziehen damit in der Theorie das Bedürfnis nach zwei getrennten Bewertungsmethoden nach sich: Die Fondsanleger, die ihre Anteile zurückgeben möchten, werden wertungsadäquat behandelt, wenn man ihr Liquiditätsinteresse in die Bewertung des Anteils mit einrechnet und vom fiktiven Marktpreis gemäß ImmoWertV Abschläge macht. Die Anleger, die weiterhin im Fonds verbleiben möchten, müssen diesen Preis für die Liquidität konsequenterweise (noch) nicht zahlen.

## 5. Der Preis der Liquidität

Dass beim Offenen Immobilienfonds keine zwei Bewertungsmethoden parallel angewendet werden können, dürfte indessen außer Streit stehen. Dies darf jedoch nicht dazu führen, die Unterscheidung dieser grundlegend verschiedenen Bewertungsziele zu ignorieren. Die bisherige Immobilienbewertung gemäß ImmoWertV ist nun einmal nur dort passend, wo es nicht darum geht, dass ein Anleger ein kurzfristiges Liquiditätsinteresse hat. Sie verwirklicht wegen ihrer bloß hypothetischen Betrachtung des realistischen Marktpreises allein das Interesse der langfristig orientierten Anleger und spiegelt allein deren Anteilswert zutreffend wieder. Das kurzfristige Liquiditätsinteresse der rückgabewilligen Anleger wird durch die Bewertung nach ImmoWertV nicht zutreffend umschrieben. Dies gilt auch im Stadium der Aussetzung der Anteilsrücknahme. Aus der Perspektive der rückgabewilligen Anleger wäre es sachgerecht, die Immobilien ggf. günstiger zu verkaufen, um damit ihr Liquiditätsinteresse zu befriedigen. Für die im Fonds verbleibenden Anleger wäre es jedoch eine Einbuße, ohne dass sie hiervon profitieren würden.

Nach der derzeitigen Rechtslage findet dieser Widerspruch zweier entgegengesetzter Anlegerinteressen innerhalb eines Fonds keine ausreichende Beachtung. Es ist vielmehr so, dass die jederzeitige Rückgabemöglichkeit zu einem nach ImmoWertV ermittelten Anteilswert letztlich eine Subvention zu Lasten der im Fonds verbleibenden Anleger ist. Auf der Grundlage des bloß hypothetisch veräußerbaren Immobilienvermögens wird real ein Vermögenswert ausgekehrt,

<sup>33</sup> So auch *Klusak* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG/InvStG, 2010, § 80 c Rn. 2.

so dass das Risiko der tatsächlichen Realisierbarkeit dieses Marktpreises nur von den im Fonds verbleibenden Anlegern getragen wird. Sachgerecht wäre es daher, den Rückgabewert wegen der hiermit gewährleisteten Liquidität von der Immobilienbewertung zu fiktiven Marktpreises zu lösen.

## **VI. Etablierung eines funktionierenden Zweitmarkts für Fondsanteile**

Dieser Befund zwingt dazu, die Anteilsbewertung von der Immobilienbewertung zu trennen. Indem dies nicht durch zwei verschiedene Bewertungsmethoden erfolgen kann, bleibt letztlich nur die Etablierung eines funktionierenden Zweitmarkts als Lösung des Problems der Fristenkongruenz.

### **1. Parallele zur Aktiengesellschaft**

Dass hierin eine sachgerechte Lösung zu sehen ist, verdeutlicht eine Parallele zur Unternehmensfinanzierung bei der AG. Funktional betrachtet ähneln sich AG und Immobilienfonds durchaus: In beiden Fällen geht es darum, dass Investoren Eigenkapital für unternehmerische Zwecke bereitstellen. Auch der Immobilienhandel und die Immobilienbewirtschaftung sind letztlich unternehmerische Tätigkeiten.

Der entscheidende Vorteil der (börsennotierten) AG ist, dass die Aktionäre ihr Eigenkapital zurückerhalten, ohne dass das Gesellschaftsvermögen angetastet wird. Die Veräußerung der Aktie am Kapitalmarkt ermöglicht nämlich, dass das Kapital direkt vom Aktienkäufer gezahlt wird. Das in Betriebsmitteln langfristig gebundene Gesellschaftsvermögen muss also nicht liquidiert werden, um das Rückzahlungsinteresse der Aktionäre zu befriedigen. Anders verhält es sich beim offenen Immobilienfonds. Die Rückzahlung des investierten Kapitals erfolgt hier vorrangig durch die Anteilsrückgabe, der Rücknahmepreis ist aus dem zumeist langfristig gebundenen Fondsvermögen zu zahlen, was die betreffenden Liquiditätsprobleme nach sich zieht.

Gegen die Etablierung eines funktionierenden Zweitmarkts spricht auch nicht, dass dann das Börsenrisiko mit zu tragen wäre, was die Anleger beim Immobilienfonds gerade nicht wollten.<sup>34</sup> Zum einen ist bereits fraglich, ob dieses Börsenrisiko überhaupt einen signifikanten Nachteil für die Anleger mit sich bringt. Es ist ja keinesfalls so, dass die Volatilität der an Börsen gehandelten Titel stets eine negative Tendenz aufweist. Die Kursbewegungen können aus der Perspektive der Anleger daher durchaus auch vorteilhaft sein. Zum anderen ist der Börsenhandel allgemein als ein sachgerechter Indikator für die Anteilsbewertung unter Einschluss des Liquiditätsaspekts zu sehen, so dass nicht einzusehen ist, warum dies beim Offenen Immobilienfonds anders sein sollte.

### **2. Die notwendige Anreize für den Zweitmarkt**

Es gibt freilich bereits einen mehr oder weniger organisierten Zweitmarkt für Investmentanteile (*Exchange-Traded Funds*; vgl. für Immobilienfonds die „Fondsbörse Deutschland“ in Ham-

---

<sup>34</sup> Vgl. nur *Werum/Zentis*, in Jesch/Schilder/Striegel, Rechtshandbuch Immobilieninvestitionen, 2009, S. 182: frei von jedem Börsenkursrisiko.

burg).<sup>35</sup> Er ist jedoch derzeit kaum entwickelt, was vor allem darin liegen dürfte, dass die Anleger nur dann darauf zurück greifen, wenn der Fonds bereits geschlossen ist. Aus Sicht der Anleger ist es naturgemäß vorteilhaft, sich den gemäß §§ 36, 37 InvG iVm der ImmoWertV ermittelten Anteilspreis unmittelbar auszahlen zu lassen. Solange also die Rückgabemöglichkeit zum anteiligen nettoinventarwert gemäß ImmoWertV besteht, erscheint die Etablierung eines funktionierenden Zweitmarkts als wenig aussichtsreich. Hierauf sollte der Gesetzgeber reagieren. Die Handlungsmöglichkeiten sind vielfältig und wurden bereits teilweise im Vorfeld des AnsFuG diskutiert. Letztlich überzeugend ist nur eine grundlegende Umgestaltung des Offenen Immobilienfonds.

#### **a) Pflicht zur Börsennotierung**

Im Mittelpunkt sollte die Pflicht zur Börsennotierung stehen, mindestens im Freiverkehr. Im schweizerischen Investmentrecht ist dies bereits ebenso vorgesehen, und im Zuge des AnsFuG wurde sie auch für Deutschland diskutiert, jedoch letztlich wieder verworfen.<sup>36</sup> Vorteilhaft wäre zum einen, dass die Liquidität anders als bei der Wertermittlung gemäß ImmoWertV bereits eingepreist wird. Vorteilhaft wäre zudem, dass über die Preisbildung an der Börse auch andere Faktoren, wie insbesondere die (erwartete) Managementleistung berücksichtigt werden.<sup>37</sup>

#### **b) Einschränkungen der Anteilsrückgabe und Anteilsausgabe**

Weiterhin ist erforderlich, vom Modell der Anteilsrückgabe zum anteiligen fiktiven Verkehrswert Abstand zu nehmen. Letztlich kann ein Zweitmarkt nur funktionieren, wenn den Anlegern die Möglichkeit genommen wird, ihre Anteile an die KAG zurückzugeben. Es bedarf daher der Herstellung eines insoweit weitgehenden Gleichlaufs zur Immobilien-AG und zum REIT.

Im Mittelpunkt sollte der bereits unter III. erwähnte Ansatz stehen, die jederzeitige Rückgabemöglichkeit einzuschränken, indem es nur noch einen oder zwei Rückgabetermine pro Jahr gibt und die Anleger eine mindestens 6-monatige Kündigungsfrist einzuhalten haben. Auf diese Weise wird in gewisser Weise Planungssicherheit erzeugt, und die KAG kann sich besser als bisher auf künftige Liquiditätsbedürfnisse ihrer Anleger einstellen.

Eng mit diesem Anliegen verbunden ist die Notwendigkeit für die gesetzliche Einschränkung der Anteilsausgabe. Will man einen Zweitmarkt etablieren und als Plattform für eine sachgerechte Preisbildung anerkennen, muss dieser auch für die Erwerber von Fondsanteilen bedeutsam sein. Dies würde konterkariert, wenn die Anleger schrankenlos Anteile unmittelbar beim Fonds zeichnen könnten. Es ist daher erforderlich, dass auch feststehende Zeichnungstermine etabliert werden, die sich sinnvollerweise mit den festen Rückgabeterminen decken. Auch hier können die Einzelheiten in Anlehnung an das schweizerische Fondsmodell entwickelt werden.

#### **c) Gesetzlicher Rücknahmeabschlag**

---

<sup>35</sup> Vgl. hierzu *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 145.

<sup>36</sup> Vgl. § 81 c Abs. 5 E-InvG in der Fassung des Diskussionsentwurfs vom 3.5.2010 (S. 21).

<sup>37</sup> *Köndgen/Schmies*, in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 113 Rn. 108.

Zum anderen ist wichtig, dass der Rücknahmepreis nicht mehr dem Anteil am gemäß ImmoWertV ermittelten Immobilienvermögen entspricht. Indem dieser Wert das Liquiditätsinteresse der rückgabewilligen Anleger nicht widerspiegelt, muss er reduziert werden, sachgerecht erscheinen mindestens 10 %.<sup>38</sup> Die Kürzung bezieht sich freilich nur auf den Teil des Anteilswertes, der dem Immobilienvermögen entspricht; im Hinblick auf den aus der Barreserve gezahlten Anteil kommt eine Kürzung nicht in Betracht. Verfassungsrechtlich dürfte diese Kürzung unproblematisch sein, weil der nach ImmoWertV ermittelte Nettoinventarwert nicht das aktuelle Liquiditätsinteresse des Anlegers berücksichtigt und demnach zu hoch ist.<sup>39</sup>

## VII. Zusammenfassung

Die derzeitige Fondskrise basiert in vorhersehbarer Weise auf der verfehlten rechtlichen Grundstruktur des Offenen Immobilienfonds. Die Anleger haben hiernach das gesetzlich legitimierte Vertrauen auf eine börsentägliche Anteilsrückgabe, wohingegen die Immobilienanlage es nahezu zwingend ausschließt, diesem Vertrauen zu entsprechen. Das Problem der Fristeninkongruenz führt so zu einer Enttäuschung der Anlegererwartung, was die Attraktivität des offenen Immobilienfonds aus Sicht der Anleger zu Recht schmälert.

Der Gesetzgeber ist berufen, das InvG noch weiter als bisher zu ändern, um das Problem der Fristeninkongruenz zumindest abzumildern. Hierzu werden folgende Maßnahmen vorgeschlagen:

1. Im Mittelpunkt sollte zum einen eine massive Einschränkung des Rechts zur Anteilsrückgabe stehen. Sachgerecht ist, die Anteilsrückgabe künftig zwingend zu ein bis zwei Terminen pro Jahr zuzulassen und von der Einhaltung einer mindestens 6-monatigen Kündigungsfrist abhängig zu machen. Der Anteilserwerb sollte ebenfalls nur noch zu diesen Terminen möglich sein.
2. Zum anderen sollte berücksichtigt werden, dass die derzeitige Wertermittlung gemäß ImmoWertV ungeeignet ist, den Rücknahmepreis abzubilden. Bei der Anteilsrücknahme sollte daher ein zwingender gesetzlicher Rücknahmeabschlag von mindestens 10 % für die auf den Immobilienbestand bezogene Anteilswertermittlung erfolgen, um die fehlende Berücksichtigung des aktuellen Liquiditätsinteresses der rückgabewilligen Anleger in der ImmoWertV auszugleichen.
3. Schließlich sollte ein Börsenhandel für Anteile an Offenen Immobilienfonds verpflichtend eingeführt werden, um den Anlegern den flexiblen Ein- und Ausstieg zu marktgerechten Konditionen zu ermöglichen.

Werden die vorstehend erwähnten Regelungen erlassen, besteht die Chance, dass das Anlegervertrauen in Bezug auf Offene Immobilienfonds wieder gestärkt wird. Gleichwohl bestehen berechtigte Zweifel, ob der Offene Immobilienfonds nicht insgesamt einen schweren Strukturangel aufweist, der auch durch die Vielzahl der notwendigen Korrekturen nur ansatzweise behoben werden kann. Die Fondspraxis sollte daher bereits jetzt internationalen Gepflogen-

<sup>38</sup> Für einen 10 %-igen Abschlag der Diskussionsentwurf zum AnsFuG zu § 79 Abs. 1 E-InvG vom 3.5.2010, S. 20.

<sup>39</sup> Abw. *Herkströter*, Börsen-Zeitung vom 19.5.2010, S. 2.

heiten entsprechend verstärkt Immobilien- bzw. REIT-AG anbieten, bei denen das Problem der Fristeninkongruenz nicht besteht.

Kontakt:

Prof. Dr. Wolfgang Servatius  
Universität Regensburg  
Universitätsstr. 31  
93053 Regensburg

Tel.: 0941 – 943 2286

Email: [Wolfgang.Servatius@jura.uni-regensburg.de](mailto:Wolfgang.Servatius@jura.uni-regensburg.de)