

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir freuen uns, Ihnen die vierzehnte Ausgabe der **Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis**, die die **ADI Akademie der Immobilienwirtschaft** mit „Der Immobilienbrief“ herausgibt, zu präsentieren.

Die nun seit Ende 2008 andauernde Finanz- und Wirtschaftskrise ist die schwerste nach der Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er Jahre. Nach Ansicht des BDI wird es bis 2014 dauern, bis sich die deutsche Exportwirtschaft erholt haben wird. So ist die Exportwirtschaft in 2009 um 18% geschrumpft, während sie in den Jahren davor, um 8% gewachsen ist. Durch die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom Export, ist in 2010 mit einem starken Anstieg sowohl der Unternehmens- als auch der Privatinsolvenzen zu rechnen. 27 Branchen gehen auf einem zum Teil massiven Stellenabbau aus, sodass erst jetzt die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft sichtbar werden. Die Staatsverschuldung erreicht Rekordhöhen und die Geldexpansion schreitet nahezu ungebremst fort, sodass bereits die ersten kritischen Stimmen davor warnen, dass sich eine neue Spekulationsblase bilden könnte, die in ihren Ausmaßen noch größer ist als die Mitte diesen Jahrzehnts. Waren früher Kriege Ursachen für eine enorme „Geldvernichtung“, so sind es heute globale Finanzkrisen. Gerade die vergleichsweise niedrigen Inflationsraten und der damit geringen Erfordernis der Notenbanken zur Verringerung der Geldmenge sowie das ebenso historisch niedrige Zinsniveau sind zusammen einer guter „Nährboden“ für risikoreiche Anlagen. Konkret: Höhere Renditen sind nur durch höhere Risikopositionen erreichbar. Das erklärt letztlich, warum institutionelle Anleger aber auch Banken derivative Anlagen getätigt haben, wodurch sie in großem Umfang „verbriefte Klumpenrisiken“ in die Bilanzen aufgenommen haben. Dabei liegt es nahezu in der „Natur“ der Klumpenrisiken, dass bei Eintritt des Risikofalls durch die extrem positive Korrelation der Anlagepositionen ein maximales Verlustrisiko eintritt. Damit hat die Anlagestrategie von Banken und Finanzintermediären nahezu die Qualität von Spielentscheidungen erreicht, sodass der Vorwurf der Kasinomentalität nicht ganz von der Hand zu weisen ist. Durch die Krise wurde auch sichtbar, welche Anlagestrategien private Anleger –auch mit relativ kleinen Anlagebeträgen– verfolgen. Dabei waren Anlagen in Lehman-Zertifikate oder in Termingeldern bei isländischen Banken nur die Spitze des Eisbergs. Angesichts dieser Entwicklungen müssen sowohl die Wirtschaftswissenschaften, die Politik, die Wirtschaft und die Finanzinstitute, also letztlich wir alle, radikal umdenken. Vor diesem Hintergrund ist die Frage interessant: Gibt es eine Sicherheit für Kapitalanleger?

Dieser Frage geht **Univ.-Prof. Dr. jur. habil. Karl-Georg Loritz**, Universität Bayreuth, in einem umfänglichen Aufsatz nach. Verschiedene Anlageformen auf der Basis von Kriterien für sichere Kapitalanlagen werden synoptisch untersucht, wobei der Zusammenhang zwischen „Sicherheit“ und der rechtlichen Konstruktion der Anlage ein oft vernachlässigter Aspekt ist.

Der Autor stellt in seinem Aufsatz „Real Equity“ als semantisches Synonym für Anlagesicherheit in den Vordergrund seiner Untersuchungen. Im Ergebnis kommt er zu der Schlussfolgerung, dass durch die Finanzkrise sowohl private als auch institutionelle Anleger wieder die „Sicherheit“ in den Vordergrund der Anlagestrategie führen wird. In letzter Konsequenz würde das zu einer Renaissance der geschlossenen Immobilienfonds- und Immobilienprojektfondsfonds führen. Der Beitrag ist sehr fundiert und regt zu einer kontroversen Diskussion an.



Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS
Duale Hochschule Baden-Württemberg
ADI Akademie der Immobilienwirtschaft



und **Werner Rohmert**
Herausgeber ZfiFP

Sicherheit für Kapitalanleger – Real Equity als Maßstab

von

Univ.-Prof. Dr. Karl-Georg Loritz, Bayreuth

I. Die Sicherheit bei Kapitalanlagen – ein wesentlicher Qualitätsfaktor in wirtschaftlich turbulenten Zeiten

Die Finanzkrise hat nicht nur die Kapitalmärkte, sondern auch das Verhalten weiter Anlegerkreise vom institutionellen Investor bis zum Kleinanleger grundlegend verändert. Kaum war der durch die Krise der New Economy ausgelöste Börsencrash der Jahre 2002/2003 vergessen, schon standen bei vielen Anlegern und vor allem auch bei Investment-bankern die Renditen in der Zielsetzung bei Kapitalanlagen ganz vorne an. Sicherheit schien kaum noch eine Rolle zu spielen. Man denke nur an die Milliarden deals, mit denen Hedge-Fonds Wohnungspakete in Deutschland mit nicht selten über 90 %iger Fremdfinanzierung erwarben. Die Immobilien wurden hier zu einer Art Zinsdifferenzgeschäfte genutzt. Selbst von der Lage und Qualität her mittelmäßige Immobilien und vorrangig sogar Sozial- und Werkwohnungen wurden in der Endphase des Booms zu hohen Preisen erworben.

All das hat sich grundlegend geändert. Sowohl bei institutionellen Investoren als auch bei privaten Anlegern aller Größenordnungen steht heute die Sicherheit im Vordergrund. Verstärkt wird diese Tendenz dadurch, dass Phänomene wie Deflation und Hyperinflation plötzlich wieder als real mögliche Szenarien diskutiert werden. Der Begriff Sicherheit ist in Bezug auf Kapitalanlagen indes diffus. Eine Definition oder auch nur ein allgemein gängiges Verständnis gibt es nicht. Zudem unterliegen die Vorstellungen, was Sicherheit bei Kapitalanlagen bedeutet, einem raschen Wandel. Bis zum Beginn der von der Subprime-Krise ausgelösten Bankenkrise galten Einlagen bei Banken als absolut sichere, „konservative“ Anlagen. Die Situation ist eine völlig andere geworden, nachdem in den USA mehrere Banken wie z. B. Lehman Brothers insolvent wurden und andere wie Bear Stearns und die Citibank, aber auch deutsche Banken wie die IKB, die Sächsische Landesbank, die Bayerische Landesbank und die Norddeutsche Landesbank, an den Rand der Zahlungsunfähigkeit gerieten, so dass sie nur mit staatlicher Hilfe überleben konnten. Eine Geldeinlage ist nur noch so sicher wie die Bank selbst.¹ Auch auf Bankgarantien ist damit kein 100%-iger Verlass mehr. Spätestens seit man gesehen hat, dass auch reiche Staaten wie die USA Banken und andere Großunternehmen, wie Chrysler² und General Motors³, nicht mehr vor Insolvenzen retten, lässt sich der Begriff der Sicherheit bei Kapitalanlagen nicht mehr allgemein gültig beschreiben oder gar definieren.

Versucht man Sicherheit in Zusammenhang mit Kapitalanlagen näher zu konkretisieren, so setzt man zweckmäßigerweise bei den Zielvorstellungen der Anleger an. Man muss die Frage stellen, was ein Anleger von einer sicheren Kapitalanlage erwartet oder zumindest typischerweise erwarten darf. Eine Kapitalanlage hat aus Anlegersicht im Allgemeinen drei Komponenten: Sie hat zunächst einen Substanzwert. Des Weiteren fließen aus vielen, wenn auch nicht aus allen Kapitalanlagen Erträge, sie werfen also Renditen ab. Die Sicherheitserwartung kann also auch die Erträge umfassen. Schließlich bedeutet Sicherheit die Möglichkeit, den Substanzwert entweder jederzeit oder zumindest nach Ablauf der bei dieser Anlageart vereinbarten oder typischen Zeit durch Veräußerung realisieren zu können, also das Desinvestment vorzunehmen. Neuerdings spielt auch wieder die Sicherheit vor Inflation eine Rolle.

Nahe liegender Weise sind die Erwartungen bezüglich der drei Komponenten bei den verschiedenen Anlagearten sehr unterschiedlich. Wer Festgeld anlegt, wird unter „Sicherheit“ nicht nur die erstgenannte Komponente des Substanzwerterhalts verstehen, sondern auch eine gewisse Mindestverzinsung und die Möglichkeit, sich das Geld jederzeit und bei Termingeldanlagen nach Ablauf der vereinbarten Zeit auszahlen zu lassen. Investiert ein Anleger in festverzinsliche Rentenpapiere, etwa in Hypothekenpfandbriefe, dann erwartet er, dass auch die Verzinsung sicher ist. Z. B. bei Private Equity Fonds und anderen unternehmerischen Beteiligungen mag es zwar bestimmte Renditeprognosen geben. Solche Kapitalanlagen werden aber grundsätzlich nicht als sichere, sondern als unternehmerische Investments empfunden, außer wenn es für die Rückzahlung eines Teils des eingesetzten Geldes z. B. eine Bankgarantie gäbe.⁴ Wiederum anderes erwarten die Anleger von bestandshaltenden geschlossenen Immobilienfonds. Sie werden im Allgemeinen mit dem Argument, sie seien eine sichere, also wertbeständige Kapitalanlage emittiert. Das bedeutet, dass der Anleger zumindest erwartet, dass der Nominalwert der Vermögenssubstanz erhalten bleibt. Häufig wird unter Hinweis auf die langfristigen Mietverträge und auf die erstklassige Bonität der Mieter mit der Sicherheit der Mietrenditen geworben und dies als wesentlicher Teil einer sicheren Geldanlage dargestellt. Dann darf der Anleger auch insoweit, also bezüglich der Erträge, ein gewisses Maß an Sicherheit erwarten.

Die Finanzkrise hat bei Aktien und anderen börsennotierten Wertpapieren dazu geführt, dass bei diesen von Sicherheit so gut wie nicht mehr gesprochen wird. Selbst die früher als „Blue Chips“ bezeichneten Aktien haben in der Finanzkrise diesen Nimbus verloren. Nahezu alle Dax-Unternehmen waren von dem starken Wertverfall des Jahres 2008 betroffen.⁵ Bei Aktien kann man allenfalls noch von Risikominimierung sprechen, die im Regelfall

durch Portfolio-Strategien, insbesondere in Form der Risikostreuung durch Erwerb einer Vielzahl unterschiedlicher Aktien und von Kapitalanlagen unterschiedlicher Asset-Klassen, angestrebt wird. Mit einer Sicherheit des Investments als solchem hat das nichts zu tun. Solche Arten der Risikominimierung sollen hier nicht behandelt werden.

Schließlich sei erwähnt, dass gerade angesichts des Zusammenbruchs zahlreicher Banken sogar deren Garantien bei geschlossenen Medienfonds und anderen von Haus aus risikoreichen Anlagen, im Gegensatz zu früheren Zeiten, für Anleger oftmals keine ausreichende Sicherheit mehr bedeuten. Auch solche Garantien sollen hier nicht weiter erörtert werden.

Sicherheit aus Anlegersicht lässt sich vor dem Hintergrund der groben Fehltritte zahlreicher renommierter Rating-Agenturen in vielen Fällen auch nicht durch Ratings und andere Beurteilungsverfahren herstellen. Die Sicherheit muss der Kapitalanlage inhärent sein. Verfahren zu ihrer Beurteilung dienen immer nur der Einschätzung der Bonität der Schuldner, die die aus den Zielinvestments fließenden Renditen zahlen sollen. Trifft eine dieser Einschätzungen nicht zu und fallen die Schuldner und damit die Zahlungen aus, dann nützt das Rating dem Anleger nichts. Man kann vereinfacht ausgedrückt auch sagen: Ratings sollen die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsflüsse bzw. ihres Ausbleibens und die Bonität des Schuldners einschätzen. Sie treffen aber keine Aussage über die Fälle, in denen die Einschätzungen wie gerade in jüngster Zeit so oft, falsch sind, also der Worst Case eintritt. Sicherheit einer Anlage bedeutet aber für die Anleger gerade heute auch und ganz entscheidend, was im Worst Case, also wenn z.B. der Vertragspartner insolvent wird, verbleibt. Ein so verstandenes Urteil, eine Kapitalanlage sei sicher, muss auf objektiven Fakten und Parametern, nicht auf bloß spekulativen Einschätzungen beruhen.

II. Kriterien für sichere Kapitalanlagen

Um zuverlässige Kriterien und Maßstäbe für die Sicherheit zu entwickeln, die Kapitalanlagen ihren Anlegern bieten, ist es sinnvoll, die Faktoren zu betrachten, die den Wert einer Kapitalanlage mindern und das Investment sogar substantiell gefährden oder wertlos machen können. Diese Faktoren hängen von der Art des Investments und von der Finanzierung ab. Deshalb sollen im Sinne einer systematischen Vorgehensweise nachfolgend verschiedene Investments unterschiedlicher Assetklassen beispielhaft untersucht werden.

Die Risikofaktoren können wirtschaftlicher oder rechtlicher Art sein. Insbesondere wenn Dritte, etwa Fremdkapitalgeber, rechtlichen Zugriff auf die Anlagegegenstände, also auf die Zielinvestments haben, um rückständige Darlehensannuitäten einzutreiben, können Fonds und im schlimmsten Fall sogar die Anleger selbst insolvent werden. Dies hat häufig zur Folge, dass in einem solchen Verfahren letztlich für die Kapitalanleger nach Befriedigung der vorrangigen Insolvenzgläubiger nichts mehr übrig bleibt. In wirtschaftlicher Hinsicht sind insbesondere die marktüblichen Risiken der jeweiligen Anlage zu betrachten.

1. Investments in Form reiner Sachwerte

Investiert ein Anleger in reine Sachwerte, wie z. B. in Edelmetalle (Gold, Silber, Kupfer), in Rohstoffe (Öl, Stahl, Gas) oder in Kunstgegenstände, dann ist daraus kein laufender Ertrag zu erzielen. Sicherheit bedeutet hier Werterhalt der Substanz und Veräußerbarkeit der Sache bzw. des Kontrakts zum vorbestimmten Zeitpunkt.

Damit der letztgenannte Faktor erfüllt wird, ist es erforderlich, dass es für die Anlagegegenstände überhaupt einen Markt gibt, an dem sie gehandelt, also veräußert werden können. Einen solchen gibt es bei gängigen Rohstoffen. Bei Sammlerstücken, die gängigen Kategorien angehören, wie etwa Oldtimer, also historisch wertvolle Autos, werden sich auch Käufer finden, nicht aber für ausgefallene Sammlungsgegenstände, wie etwa für seltene alte Puppen oder Bierdeckel.

Wichtig ist neben dem tatsächlichen Faktor eines Marktes der rechtliche Faktor der Dispositionsmöglichkeit des Anlegers über die Sache. Es ist zu untersuchen, wer im Worst-Case die Eigentümerbefugnisse ausüben und damit Art, Zeit und Ort der Verwertung bestimmen kann. Ist dies ein Dritter, dann ist das ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor. Ein Anleger oder eine Anlegergesellschaft, der/die z. B. Gold erwirbt, kann/können wenn keine Fremdkapitalgeber Zugriff haben, dieses zu einer in Bezug auf den Weltmarktpreis günstigen Zeit veräußern.

Die Frage, ob überhaupt eine Veräußerung gelingt, ist von der Frage zu unterscheiden, welchen Wert die jeweiligen Assets haben. Hier hängt es von den Vorstellungen des Anlegers ab und ist damit eine Frage der sicher auch subjektiv bestimmten Definition, wann noch von einer sicheren Anlage gesprochen werden kann. Die Frage des Werts soll unten noch erörtert werden. Schon an dieser Stelle sei aber erwähnt, dass ein Anleger eine Kapitalanlage nicht mehr als sichere Anlage empfinden wird, wenn er von vorneherein bei einer Veräußerung mit einem erheblichen Wertverfall und damit mit einem Verlust eines großen Teils seines Kapitals, also z. B. in

Höhe von mehr als einem Viertel, rechnen muss. Dabei ist es allerdings häufig nicht nur ein gradueller, sondern ein prinzipieller Unterschied, ob ein Anlagegegenstand plangemäß durch den Einsatz als Investmentgegenstand namentlich bei der Ertragserzielung eine reale Verschlechterung der Substanz erleidet, wie es etwa bei abnutzbaren zur laufenden Nutzung bestimmten Gegenständen (z. B. Maschinen, Autos, Möbelstücken) der Fall ist oder ob wie bei Edelmetallen die Wirtschaftsgüter keiner physischen Abnutzung unterliegen und lediglich ihr Wert an den Weltbörsen schwankt.

2. Immobilien

a) Die Immobilie und ihre wertbildenden Faktoren

Immobilien galten in Deutschland viele Jahrzehnte bis weit hinein in die Nachkriegszeit als eine Art „Prototyp“ sicherer und wertstabiler Anlagen. Vor allem in Zeiten hoher Inflation in den sechziger und siebziger Jahren waren deshalb Einzelimmobilien, insbesondere Wohnhäuser und Eigentumswohnungen, vor allem im Mittelstand begehrt, gerade auch zum Zwecke der Altersvorsorge. Der Nimbus von Immobilien als grundsätzlich sichere Kapitalanlagen wurde erst nach der Wiedervereinigung erschüttert, als es ca. in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts zu einem bis dahin in diesem Ausmaß in Deutschland unbekanntem Wertverfall zahlreicher Wohn- und Gewerbeimmobilien (in den neuen Bundesländern) kam.

Diese Entwicklungen beruhten bekanntlich auf einer massiven Marktstörung durch die zu extensive steuerliche Förderung mittels des Fördergebietsgesetzes. Ab dem Jahr 1991 konnten nämlich 50 % der Anschaffungs- oder Herstellungskosten von Neubauimmobilien sowie der Sanierungskosten von Altbauten steuerlich als Sonderabschreibungen bei Einkünften aus Vermietung und Verpachtung angesetzt werden.⁶ Dies führte zu einer völlig überzogenen Bautätigkeit in Städten und an Orten, an denen mit einer nachhaltigen Vermietung von Immobilien nicht zu rechnen war. Ein rapider Wertverfall, großer Leerstand und entsprechende Zwangsverwertungen waren die Folge.

Sieht man von diesen Sondereinflüssen ab, so sind die Wertschwankungen der Immobilien in den meisten Ballungsgebieten in Deutschland immer noch deutlich geringer als in den meisten ausländischen Metropolen, wie z. B. in London, Paris, Rom oder Madrid, von den USA gar nicht zu sprechen. Hätte es in Deutschland die massive Marktstörung durch die zu hohe steuerliche Förderung nicht gegeben, dann spräche man vermutlich noch heute von deutschen Immobilien als grundsätzlich sicheren Kapitalanlagen. Nur in ländlichen Räumen ohne wirtschaftliche Zukunftsperspektiven ist auch weiterhin mit einer zurückgehenden Nachfrage nach Miet- und Kaufobjekten und deshalb mit einem Wertverfall zu rechnen.

Betrachtet man in Deutschland gelegene Immobilien in der heutigen Situation, so richtet sich die Erwartungshaltung der Anleger vor allem auf die Werthaltigkeit der Immobilien als solche. Unter Sicherheit versteht der durchschnittliche Anleger insbesondere den Substanzerhalt, verbunden mit der Möglichkeit, die Immobilie eines Tages wieder veräußern zu können, um sein investiertes Geld zurückzuerhalten. Das setzt voraus, dass, sofern es sich nicht um selbst genutztes Wohnungseigentum, sondern um vermietete Immobilien handelt, auch eine dauerhafte Vermietbarkeit besteht.

Immobilien als Kapitalanlagen werden seit Jahren, außer von gut verdienenden Anlegern, zunehmend weniger als Einzeleigentum⁷, sondern häufig in Form geschlossener und offener Fondsanteile erworben. Deshalb sollen hier exemplarisch die geschlossenen Fonds untersucht werden.

b) Der Zusammenhang zwischen Sicherheit und der rechtlichen Seite der Konzeption

Auch und besonders anhand einer Immobilienkapitalanlage zeigt sich, dass die Sicherheit für den Anleger nicht nur eine Frage des wirtschaftlichen Werts der Immobilie und der Sicherheit der Erträge ist,⁸ sondern maßgeblich und oftmals entscheidend von der rechtlichen Konstruktion abhängt.

Gerade die derzeitige Finanzkrise hat gezeigt, wie wenig Verlass auf das Urteil vieler, selbst erstklassiger Rating-Agenturen ist, die versuchen, dem Anleger Sicherheit dadurch zu suggerieren, dass sie anhand einer Vielzahl einzelner Parameter vor allem die Bonität des die Erträge zahlenden Vertragspartners einzuschätzen versuchen. Bei Immobilien als Kapitalanlagen und anderen Anlagegegenständen, deren Wert stark von den Managementleistungen abhängt, ist ein weiterer, bisher häufig vernachlässigter Faktor bei der Betrachtung außen vor geblieben, nämlich die Untersuchung eines Worst-Case-Szenarios. Ratings wollen vorrangig die Bonität und damit das Ausfallrisiko eines Vertragspartners bzw. generell eines Unternehmens ermitteln. Das mag beruhigen, nützt aber, wie erwähnt, letztlich nichts, wenn es zum Worst Case kommt. Ratings treffen nämlich keine Aussagen darüber, was in diesem Fall geschieht und wie viel z. B. vom Geld etwa eines Aktionärs, der in ein börsennotiertes Unternehmen investiert hat, noch übrig bleibt, wenn dieses insolvent wird⁹. Ein Anleger, der sich unter dem Aspekt der Sicherheit einer Kapitalanlage auf Ratings verlässt, gleicht einem Spaziergänger, der im Sonnenschein aus dem Haus geht und zu seiner vermeintlichen Sicherheit einen Regenschirm mitnimmt, der sich,

wenn er ihn denn bräuchte, wegen der klemmenden Automatik nicht öffnen ließe. Wie man einen Regenschirm nur im Regen benötigt und er sich dann bewähren muss, nützt Sicherheit dem Anleger nur etwas, wenn er damit im Worst Case auch das, was er investiert hat oder doch einen erheblichen Teil davon, retten kann.

Ob dies gelingt, ist zum einen eine Frage, welchen Wert die Zielinvestments in einem solchen Worst Case noch haben oder konkret ausgedrückt, ob sie auch dann noch einen entsprechend hohen Marktwert haben und dieser durch Veräußerung tatsächlich realisiert werden kann. Zum anderen hängt es von der rechtlichen Frage ab, ob der Anleger im Worst Case nach wie vor die Dispositionsmöglichkeit über die Zielinvestments in Händen hält. Diese hat typischerweise ein Eigentümer. § 903 BGB drückt dies dahingehend aus, dass der Eigentümer einer Sache „soweit nicht das Gesetz oder Rechte Dritter entgegenstehen, mit der Sache nach Belieben verfahren und andere von jeder Einwirkung ausschließen“ kann. Dabei kommt es nicht darauf an, ob dieses Recht bei einer Gemeinschaft nach Bruchteilen mehreren gemeinschaftlich zusteht (§ 741 BGB) oder ob Anleger in gesamthänderischer Verbundenheit als Gesellschafter einer Personengesellschaft (Gesellschaft bürgerlichen Rechts, Offene Handelsgesellschaft oder Kommanditgesellschaft; §§ 705 ff. BGB, §§ 105 ff., §§ 161 ff. HGB) diese Rechte ausüben. Entscheidend ist, dass die Rechte von den Anlegern selbst ausgeübt werden können und nicht einem Dritten die Befugnis zur Verwertung zusteht, der damit z. B. eine Sanierung oder Neuvermietung einer Immobilie vor Verwertung verhindern kann. Hier zeigt sich, dass eine Fremdfinanzierung vor allem auch im Worst Case eine erhebliche Unsicherheit mit sich bringt.

Sind Zielinvestments nämlich in einer Höhe fremdfinanziert, die, wie im Regelfall, den Anlegern als Eigentümern bzw. der Anleger-Gesellschaft als Eigentümerin die Befriedigung im Worst Case und damit die Abwehr des maßgeblichen Einflusses der kreditgebenden Bank nicht mehr ermöglicht, weil sie die Kredite nicht ablösen können, dann bleibt von der Eigentümerposition in Form der Möglichkeit, mit der Sache „nach Belieben zu verfahren“, wenig übrig. Gerade im Worst Case, etwa wenn die Mieter bei einer Immobilie ausfallen, ist es nämlich wichtig, dass die Eigentümer das „Gesetz des Handelns“ behalten und entscheiden können, ob sie die Immobilie etwa zu einem niedrigeren Mietzins vermieten, ob sie sie in Wohnungs- und Sondereigentum aufteilen und einen Teil dieser Wohn- und Gewerbeeinheiten veräußern oder ob sie eventuell die gesamte Immobilie umbauen und erst dann verkaufen. Manchmal kann es sich empfehlen, kurzfristige Mietverträge über einen Teil der Immobilie abzuschließen und das Konjunkturtief oder auch das Ende eines Überangebots an zu verkaufenden Immobilien im regionalen Markt abzuwarten. Kreditgebende Banken gehen solche Wege häufig nicht. Mancher Sachbearbeiter der Kredit- oder Verwertungsabteilung leitet nach Überschreiten einer gewissen Grenze an Zahlungsrückständen bei entsprechender „Anzeige“ durch die EDV und damit gleichsam „automatisch“ die Zwangsverwaltung oder gar die Zwangsvollstreckung ein. Das Amt eines Zwangsverwalters üben zumeist Rechtsanwälte aus. Sie interessieren sich nur für die Mieteingänge und haben weder die Zeit noch die Kenntnisse, Maßnahmen zu ergreifen oder auch nur vorzuschlagen, wie der Wert der Immobilien verbessert werden könnte¹⁰. Bei einer Zwangsversteigerung von Immobilien werden oftmals nicht einmal die 70 % (§ 74a ZVG) des vom Sachverständigen angesetzten Werts als Erlös erzielt. Versteigerung bedeutet gerade bei Immobilien zumeist Verschleuderung. Schwebt über einer Immobilie das Damoklesschwert der Zwangsversteigerung, dann ist das somit ein erhebliches Risiko für das gesamte Investment.

c) Die Rolle des Eigenkapitals

Damit zeigt sich die zentrale Rolle des Eigenkapitaleinsatzes beim Erwerb einer Kapitalanlage. Bei Immobilien gilt ebenso wie bei anderen Zielinvestments, dass eine 100 %ige Eigenkapitalfinanzierung ein größtmögliches Maß an Sicherheit vor unerwünschter externer rechtlicher Einflussnahme bietet. Selbstverständlich muss man beachten, dass auch öffentlich-rechtliche Abgaben wie Grundsteuern, Wasser- und Abwassergebühren und ähnliches mehr den Immobilieneigentümer belasten können. Nur wird ein Einzeleigentümer ebenso wie ein geschlossener Fonds selten so knapp kalkulieren, dass er nicht einmal diese relativ niedrigen Abgaben bezahlen kann. Hingegen sind viele Fälle bekannt, in denen z. B. bei Mietausfällen die Annuitäten von Bankkrediten nicht bedient werden konnten und die Banken dann nicht bereit waren, diese zu stunden und an einem gemeinsamen Sanierungsprogramm mitzuwirken. Hier nützt es nichts, dass die Fremdfinanzierung selbstverständlich auf den Wert der Immobilie als solche keinen Einfluss hat. Sicherheit ist eben nicht nur eine Frage des objektiven Wertes, sondern vor allem auch eine Frage, ob dieser realisiert werden kann.

Was bezüglich der Kreditfinanzierung für Immobilien gilt, gilt im Grundsatz für alle Kapitalanlagen. Handelt es sich nicht um Sachwerte, sondern werden z. B. Filmproduktionen bei Medienfonds teilweise kreditfinanziert, dann ist das Risiko für die Anleger noch deutlich größer. Stellt sich kurz nach dem Anlaufen des Films in den Kinos heraus, dass das Zuschauerinteresse fehlt¹¹ und stellen die Banken dann die Kredite fällig, dann zeigt sich sehr schnell, dass es nahezu zwangsläufig zur Insolvenz des Fonds und damit zur Wertlosigkeit des Investments der Anleger kommt.

Damit lässt sich **zusammenfassend** festhalten: Bei Kapitalanlagen ist unter Sicherheitsaspekten die Finanzierung mit Eigenkapital ein wesentlicher Faktor. Nur dann, wenn die Investoren als Eigentümer nicht nur die rechtliche, sondern auch die tatsächliche Macht haben, Immobilien- und andere Zielinvestments zu einem ihnen genehmen Zeitpunkt zu veräußern und gerade im Worst Case auch andere Maßnahmen, wie etwa den Umbau, die Aufteilung, die Teilveräußerung und weiteres mehr durchzuführen, also mit anderen Worten die typischen Eigentümerbefugnisse haben, besteht die Sicherheit, den Wert der Anlagegegenstände bestmöglich realisieren zu können.

III. Vermögenswerte in Form schuldrechtlicher Ansprüche

Viele Kapitalanlagen bestehen aus lediglich schuldrechtlichen Rechtspositionen, häufig in Form besonderer Ausgestaltungen, wie etwa wenn Anleger als Genussschein- oder Genussrechtsinhaber beteiligt sind, wenn sie Inhaber von Call- oder Put-Optionen, von Zertifikaten oder Derivaten sind. Unter Sicherheitsaspekten hängen solche Rechtspositionen davon ab, ob der Schuldner zahlungsfähig und zahlungswillig ist. Der Anleger verliert an seinem Kapital die Position des Eigentümers und erhält nicht, etwa wie bei der Immobilie die Eigentümerstellung (beim geschlossenen Fonds als Mitgesellschafter) am Zielinvestment. Vielmehr geht sein Geld in das Vermögen des Schuldners über und der Anleger erhält lediglich schuldrechtliche Ansprüche auf die laufenden Erträge und auf Rückzahlung des eingesetzten Kapitals zu einem bestimmten Zeitpunkt.

Damit trägt er, zumal er kein bevorzogter Gläubiger ist und seine Ansprüche auch nicht in sonstiger Weise abgesichert sind, das volle Risiko bei Insolvenz seines Schuldners. Sofern sich der Anleger als Eigenkapitalgeber beteiligt oder sich zu einer nachrangigen Befriedigung verpflichtet hat, erhält er erst nachdem alle Insolvenzgläubiger befriedigt sind, überhaupt etwas aus dem verbleibenden Überschuss.¹²

Man kann unter Sicherheitsaspekten sagen, dass, wenn der Anleger eine Kapitalanlage zeichnet, die ihm lediglich schuldrechtliche Ansprüche gegen einen Dritten gewährt, sich wirtschaftlich und nicht rechtlich betrachtet, seine Eigentümerposition gleichsam „auflöst“ und in einen schuldrechtlichen Anspruch übergeht. Er hat dann keine reale Sicherheit mehr. Erträge und Rückzahlung seines investierten Kapitals hängen von der Zahlungsfähigkeit und von der Zahlungswilligkeit des Schuldners ab.

IV. Gesellschafterliche Beteiligungen

Gesellschafterliche Beteiligungen bei geschlossenen Fonds, an denen sich Anleger entweder unmittelbar als Kommanditisten mit Eintragung ins Handelsregister oder mittelbar über einen Treuhandkommanditisten beteiligen, stellen die heute übliche Rechtsform zum Zwecke des Zusammenwirkens einer Vielzahl von Anlegern dar, um damit das Zielinvestment tätigen zu können. Hier darf man dann nicht isoliert den Gesellschaftsanteil eines einzelnen Anlegers betrachten, sondern muss den Anteil in der Funktion betrachten, die er für Kapitalanleger zu erfüllen hat. Es ist ein rechtliches „Medium“, damit Anleger auch bei kleinem Kapitaleinsatz die Möglichkeit erhalten, wirtschaftlich interessante Zielinvestments zu tätigen, die sie ansonsten wegen der für große und wirtschaftlich interessante Investments erforderlichen Kapitalvolumina und der erforderlichen Managementkapazitäten nicht tätigen könnten.¹³ Durch den Zusammenschluss als Personengeschafter ist zwar der Einfluss des einzelnen Beteiligten gemindert. Die Anleger in ihrer Gesamtheit verfügen aber über die Eigentümerposition, die dann das rechtliche Konstrukt, also die Gesellschaft, in die Lage versetzt, alle erforderlichen Einflussmöglichkeiten wahrzunehmen. Die Anleger selbst können als Gesellschafter in der Gesellschafterversammlung ihre Verwaltungs- und Vermögensrechte wahrnehmen. Damit üben sie einerseits mittelbar die Eigentümerposition aus und haben andererseits den Zugriff auf die Vermögenssubstanz. Bekanntlich gehören zu den wichtigsten Verwaltungsrechten die Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung einschließlich des Rechts, die Geschäftsführer zu bestellen und abzuberufen. Zu den Vermögensrechten gehört vor allem das Recht auf Teilhabe am laufenden Gewinn und am Liquidationserlös der Gesellschaft. In rechtlicher Hinsicht wird eine Eigentümerposition nicht per se dadurch geschwächt, dass mehrere Anleger als Gesellschafter und damit in gesamthänderischer Verbundenheit Eigentümer des Zielinvestments sind. Bei einer für die Anleger optimalen Position ist eine Gesellschaft im Verhältnis zum Einzeleigentum sogar von erheblichem Vorteil, weil sie ermöglicht, das Management für die Zielinvestments in professionelle Hände zu geben.

Selbstverständlich kommt es auch hier wieder auf den einzelnen Fonds an. Auch hier darf man Sicherheit nicht allein nach den rechtlichen Möglichkeiten und damit anhand einer abstrakt-theoretischen Betrachtung beurteilen. Tatsächlich kann die Sicherheit des Investments z. B. dadurch gemindert werden, dass etwa konzeptionelle Fehler gemacht werden¹⁴. Ein Treuhänder oder Geschäftsführer kann fehlerhaft oder gar strafbar handeln, etwa das Vermögen veruntreuen. Derartiges war allerdings, wenn man die gesamten Volumina der in den letzten Jahrzehnten emittierten Beteiligungen an geschlossenen Fonds betrachtet, die Ausnahme und wird dies auch

bleiben. Unregelmäßigkeiten sind auch keine den gesellschafterlichen Beteiligungen an geschlossenen Fonds typischerweise inhärenten Risiken. Zudem ist es für Fachleute unschwer möglich, fehlerhafte rechtliche Konzeptionen zu erkennen, die die Rechte der Anleger möglichst zurückdrängen und ihren Einfluss in der Fondsgesellschaft minimieren. Im Rahmen der vorliegend interessierenden Thematik der Anlegersicherheit sollen diese Aspekte deshalb nicht im einzelnen behandelt werden. In den letzten Jahrzehnten waren es weniger gezielte betrügerische Machenschaften, die zum Verlust von Anlegergeldern geführt haben,¹⁵ als die Fehleinschätzung wirtschaftlicher Entwicklungen und bei Steuersparfonds die Unzuverlässigkeit der Finanzverwaltung.¹⁶

Orientiert man sich an der wirtschaftlichen Realität, so ist heute der Großteil der Initiatoren geschlossener Fonds seriös. Die Konzeptionen sind so gestaltet, dass in wirtschaftlich schlechten Zeiten die Anleger als Gesellschafter in der Lage sind, das im Regelfall von der Komplementär-GmbH (deren Anteile sich in den Händen des Initiator befinden) gestellte und ausgeübte Fondsmanagement abzusetzen. Die Gesellschafterversammlung der Kommanditgesellschaft kann der Komplementär-GmbH die Geschäftsführungsbefugnis entziehen. Häufig ergreifen im Krisenfall die Initiatoren selbst die Initiative und wechseln in ihrer Eigenschaft als Gesellschafter der Komplementär-GmbH deren Geschäftsführer aus. Die Tatsache, dass eine Gesellschaft vorliegt, führt also nicht per se zu einer negativen Veränderung der Anlegersicherheit. Entscheidend ist auch hier das Zielinvestment als solches und die Frage, ob es ausschließlich eigenkapital- oder auch teilweise fremdfinanziert ist.

V. Zwischenergebnis

Die Sicherheit, die mit einem Investment verbunden ist, hängt entscheidend davon ab, ob der Anleger alleine oder zusammen mit den Mitinvestoren, etwa als Gesellschafter einer Personengesellschaft, die dem Eigentümer zustehenden (Herrschafts-)Rechte ausüben kann. Teil dieser Rechtsausübung ist es, die Kapitalanlage zu managen und, wie das BGB sagt, „sofern nicht Rechte Dritter oder das Gesetz entgegenstehen, mit dem Eigentum nach Belieben zu verfahren und andere von jeder Einwirkung auszuschließen.“ Derartige Befugnisse stehen nur dem Eigentümer von Sachen zu, nicht aber den Inhabern schuldrechtlicher Rechtspositionen. Letztere sind darauf angewiesen, dass ihr Vertragspartner, dem sie ihr Geld als Investoren anvertraut haben, die vereinbarten Gegenleistungen bzw. sonstigen Vergütungen bezahlt und mit der Kapitalanlage so wirtschaftet, dass entweder der Return on Investment aus den Vergütungen bzw. Gewinnausschüttungen kommt oder sie nach Ablauf der vereinbarten Laufzeit aus anderen Gründen das Kapital ganz oder teilweise zurückbezahlt erhalten. Schuldrechtlichen Positionen ist es inhärent, dass der Eigentümer des Geldes seine Eigentümerbefugnisse verliert.

Keine prinzipielle Minderung der Sicherheit des Anlegers bedeutet eine Beteiligung über eine Personengesellschaft, also etwa in Form eines KG-Fonds. Das Fondsmanagement wird hier von einem Geschäftsführer betrieben. Dieser wird zwar in der Praxis von den Fondsinitiatoren und Fondsgründern als Gesellschafter der mit dem Fondsmanagement betrauten Komplementär-GmbH eingesetzt. Die Anleger sind aber rechtlich und im Regelfall auch tatsächlich in der Lage, mit ihrer Stimmenmehrheit in der Gesellschafterversammlung der Kommanditgesellschaft der Komplementär-GmbH die Geschäftsführungsbefugnis und Vertretungsmacht und damit das Fondsmanagement zu entziehen und eine neue Geschäftsführerin und Vertreterin einzusetzen. In der Praxis stellen derartige Fälle freilich die absoluten Ausnahmen dar. Im Regelfall wird ein seriöser Fondsinitiator gerade in Krisensituationen eng mit den Anlegern und mit dem Anlegerbeirat zusammenarbeiten und rechtzeitig seine Handlungen mit der Gesellschafterversammlung abstimmen. Allein der Druck von Anlegerseite genügt oftmals, dass die Komplementär-GmbH ihre Geschäftsführer, also das Fondsmanagement, absetzt.

VI. Real Equity als einfach zu handhabendes Kriterium

1. Der Sicherheitsaspekt aus der Perspektive eines Anlegers

Aus der Perspektive eines „durchschnittlichen“, also nicht spezialisierten Anlegers stellen sich Kapitalanlagen, vor allem Fonds und andere rechtlich mehr oder weniger komplexe Produkte, durchwegs anders dar als aus der Anbietersicht. Banken, Versicherungen, Fondsinitiatoren und andere Emissionäre, die ihre Anlageprodukte mit Hilfe vieler Spezialisten für Rechts-, Wirtschafts- und Steuerfragen konzipieren, haben bestimmte Zielsetzungen im Auge. Dazu gehört u. a. die klare Vorstellung, in welche Zielinvestments das Geld der Anleger fließen soll, um die avisierten Erträge zu erwirtschaften. Dazu gehören auch die steuerliche Optimierung der Erträge und eventueller Veräußerungserlöse aus den Zielinvestments und naturgemäß auch die eigene Ertragserzielung.¹⁷ Alle diese Fragen, die für die Konzeptionäre wichtig sind, interessieren die meisten Anleger nicht.¹⁸ Für die Anleger sind die Renditen, die Exit-Möglichkeiten und in der heutigen Zeit aus den dargelegten Gründen vor allem die Frage der Sicherheit des Kapitalerhalts, also des Erhalts der investierten Vermögenssubstanz einschließlich der Möglichkeit der tatsächlichen Rückzahlbarkeit zum vorgesehenen Zeitpunkt, wichtig.

Will man diesem gerade in der heutigen Zeit verständlichen Wunsch der Anleger nach einer Beurteilung der Sicherheit des Investments entgegenkommen, dann bedarf es für die Feststellung der Sicherheit einer Kapitalan-

lage einfacher und für den durchschnittlichen Anleger verständlicher Verfahren und Aussagen. Letztlich muss sich aus den dargestellten Gründen die Sicherheit im Worst Case bewähren. Ein solcher liegt bei Kapitalanlagen, bei denen das Geld in ein anderes Unternehmen investiert wird und die Anleger lediglich schuldrechtliche Anspruchspositionen haben, im Falle der Insolvenz des anderen Unternehmens, also des Schuldners vor. Bei Fonds mit Zielinvestments in bewegliche und unbewegliche Sachen, bei denen der Fonds die sachenrechtliche Eigentümerposition hält, liegt der Worst Case vor, wenn die Erträge ausbleiben.

Selbstverständlich kann es, wie bereits erwähnt, aus verschiedenen Gründen auch zur Insolvenz des Fonds kommen. Doch werden eigenkapitalfinanzierte Fonds kaum in die Insolvenzsituation geraten, weil die zu bedienenden zumeist öffentlich-rechtlichen Lasten im Regelfall aus den vorgehaltenen Reserven ohne weiteres bedient werden können. Vor diesem Hintergrund erweisen sich Investments als besonders sicher, bei denen die Anleger die nach dem Gesetz dem Eigentümer zustehende Dispositionsbefugnis behalten. Das setzt voraus, dass die Zielinvestments im Eigentum der Gesellschaft stehen und eigenkapitalfinanziert sind, so dass auch im Worst Case die Anleger die Dispositionsbefugnis behalten, die ihnen dann nicht etwa eine Kredit gebende Bank aus der Hand schlagen kann.

2. Das Eigenkapital (equity) im wirtschaftlichen und rechtlichen Sinn als für die Anlegersicherheit wichtiges, aber nicht ausreichendes Kriterium

Allerdings ist es aufgrund der bisher gefundenen Erkenntnisse für die Bestimmung der Sicherheit nicht ausreichend, nur die Eigenkapitalquote im bilanzrechtlichen Sinne zu betrachten. Eigenkapital ist nämlich lediglich eine finanzielle Rechengröße, die für sich allein noch nicht besagt, ob der Anleger auch die Dispositionsmöglichkeit über die Zielinvestments, gerade im Worst Case, in Händen hält. Die herkömmliche Definition des Eigenkapitals, wie etwa das HGB diesen Begriff verwendet und wie er generell im Bilanzrecht- und in der Bilanzpraxis gebräuchlich ist, bezeichnet dieses als Saldogröße aus dem Gesamtwert aller Vermögenswerte und Schulden. Es handelt sich letztlich um das Nettovermögen eines Unternehmens.¹⁹

3. Real Equity

Sinnvollerweise muss man die bisherigen Erkenntnisse zur Anlegersicherheit in einem einfachen, für weite Anlegerkreise eingängigen Begriff zusammenfassen. Er muss gewissermaßen als Synonym für die Sicherheit einer Kapitalanlage aus Anlegersicht stehen. Zu diesem Zweck soll der Begriff „Real Equity“ gewählt werden. Wie viele einfache Begriffe, so ist auch er nicht absolut präzise, sondern kann zunächst einmal als Typusbegriff verstanden werden.²⁰ Ein Typusbegriff bedeutet, dass er eine Vielzahl tatsächlicher und rechtlicher Erscheinungsformen umfasst und noch nicht so weit konkretisiert ist, dass schon eine präzise Definition möglich wäre.

„Real“ im Zusammenhang mit Equity wiederum bedeutet nach hiesigem Verständnis, dass die Kapitalanlage eigenkapitalfinanziert ist und damit vor allem auch im Worst Case nicht nur rechtlich, sondern auch tatsächlich („real“) die Anleger die Möglichkeit haben, die Dispositionsbefugnis eines Eigentümers über die mit seinem Kapital erworbenen Zielinvestments bzw. wenn diese noch nicht getätigt sind, über das Kapital als solches auszuüben. Davon zu unterscheiden und nachfolgend zu untersuchen ist die Frage, bei welchen Investments außerhalb von Immobilien von Real Equity-Beteiligungen gesprochen werden kann. Es stellt sich die Frage, die aber letztlich anhand einer Abwägung aus dem Blickwinkel der Anleger zu entscheiden ist und nicht einer vorgegebenen wissenschaftlich erforschbaren Erkenntnis entspringt, ab welchem Prozentsatz der Anleger seine Kapitalanlage nicht mehr als sicher empfinden wird und deshalb die Bezeichnung, er habe eine Real Equity-Beteiligung, nicht mehr gerechtfertigt ist. Es geht hier in einem zweiten Schritt um die bereits oben aufgeworfene Frage, in welcher Höhe Sicherheit bestehen muss, damit ein Anleger sein Investment noch als sichere Anlage empfinden wird.

Nach den hier entwickelten Kriterien setzt eine Real Equity-Beteiligung bzw. -Kapitalanlage voraus:

- (1) Die Anleger haben als Einzelinvestoren, als Miteigentümer oder als Gesellschafter unmittelbar oder mittelbar (z. B. über einen Treuhänder) in rechtlich abgesicherter, also ihnen rechtlich und tatsächlich nicht aus der Hand zu schlagender Weise, die Eigentümerpositionen. D. h. sie müssen ihre Dispositionsbefugnis über die Zielinvestments, gerade auch im Worst Case behalten, u.a. wenn Erträge aus den Zielinvestments ausbleiben. Das ist in der Regel nur bei eigenkapitalfinanzierten Investments der Fall.
- (2) Die Anleger müssen auch im Worst Case das Krisenszenario selbst gestalten und insbesondere Art und Zeit und bei beweglichen Wirtschaftsgütern den Ort der Verwertung der Zielinvestments selbst bestimmen können. Das impliziert, dass z. B. bei Immobilien Aufteilungen nach dem Wohnungseigentumsgesetz, grundlegende Umgestaltungen, Neuvermietungen und Weiteres mehr in der Hand der Eigentümer liegen und möglich sind.

- (3) Auch im Worst Case muss den Anlegern ein nachfolgend noch festzulegender Teil ihres eingesetzten Kapitals nach Verwertung der Zielinvestments verbleiben.

VII. Praktische Fälle

1. Der geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds in der üblichen Rechtsform der GmbH & Co. KG, bei denen Anleger als Direktkommanditisten oder mittelbar über einen Treuhänder beteiligt sind, hatten insbesondere unter der Geltung des Fördergebietsgesetzes bis zum Ende des Jahres 1998 die Bestandshaltung von Immobilien zum Gegenstand. Heute werden bestandshaltende Immobilienfonds mit Einkünften aus Vermietung und Verpachtung insbesondere unter dem Aspekt der Werthaltigkeit der Investments und der Anlegersicherheit vermarktet.

Hier sollen zwei Konstellationen solcher Fondstypen angesprochen werden. In Konstellation a) ist der Fonds ausschließlich eigenkapitalfinanziert, in Konstellation b) ist er zu 50 % mit Fremdkapital, das die Bank B zur Verfügung stellt, finanziert. Wie steht es in beiden Fällen mit der Sicherheit der Anleger, vor allem im Worst Case? Wann kann man hier von einer Real Equity-Beteiligung bzw. von einem mit Real Equity unterlegten Investment sprechen?

In beiden Konstellationen hat die Gesellschaft und haben damit mittelbar die Anleger als Gesellschafter die Eigentümerposition. Die Gesellschaft ist zivilrechtlich Eigentümerin der Immobilie, hat das Recht, diese zu vermieten, umzugestalten, nach WEG aufzuteilen und zu veräußern. Selbstverständlich muss dies, wie bei Fonds üblich, im Gesellschaftsvertrag bereits geregelt sein oder es müssen Gesellschafterbeschlüsse mit der nach dem Gesellschaftsvertrag erforderlichen Mehrheit gefasst werden.

Die Geschäftsführung der KG, also das Fondsmanagement, wird durch die GmbH ausgeübt, die ebenso wie die gesamte Fondskonzeption von den Initiatoren implementiert wird. Häufig ist es auch die Initiatorengesellschaft, die die Fondsmanager auswählt und zur Verfügung stellt, was den Anlegern zugute kommt, weil dadurch ein professionelles Fondsmanagement gesichert ist und die Fondsverwaltung kostengünstig erfolgen kann. Wie oben dargestellt, steht eine gesellschafterliche Beteiligung einem Real Equity-Investment nicht entgegen, im Gegenteil. Da die Anleger als Kommanditisten die Verwaltungs- und Vermögensrechte unmittelbar oder über den Treuhand-Kommanditisten ausüben, haben sie auch die Möglichkeit, jedenfalls im Worst Case,²¹ die Geschäftsführung in die Hände eines von ihnen bestimmten Geschäftsführers bzw. einer neuen geschäftsführenden GmbH zu legen.

Entscheidend für die Frage, was im Worst Case geschieht, ist, ob sie auch dann die faktischen Dispositionsmöglichkeiten über die Zielinvestments haben und sie alleine haben. In der Konstellation a), also bei einem eigenkapitalfinanzierten Fonds, ist dies der Fall, in der Konstellation b), also bei dem zur Hälfte fremdfinanzierten Fonds, hingegen nicht. Im letztgenannten Fall ist es die Kredit gebende Bank, die die Möglichkeit hat, bei Ausbleiben der Erträge oder aus einem sonstigen der im Kreditvertrag stehenden Gründe, die nicht einmal wichtige Gründe im Sinne des Gesetzes sein müssen, den Kredit sofort fällig zu stellen. Faktisch hat sie damit das weitere Schicksal des Fonds in der Hand. Die Bank kann dann die Zwangsverwaltung der Immobilien und die Zwangsvollstreckung mit allen Konsequenzen einleiten. Also ist bei der teilweisen Fremdfinanzierung das zweite Kriterium, das hier für Real Equity-Beteiligungen festgelegt wurde, nämlich dass die Anleger gerade auch im Worst Case die Dispositionsmöglichkeit über die Zielinvestments behalten und deren Geschehen bestimmen könne, nicht erfüllt. Dies ist somit völlig anders als in Konstellation a).

Eine weitere für Anleger wichtige Frage ist schließlich, in welcher Höhe sie im Worst Case ihren Kapitaleinsatz zurück erhalten werden. Diese Frage kann, wie erwähnt, nicht anhand rechtlicher Maßstäbe beantwortet werden. Es handelt sich letztlich um eine Wertung, bis zu welcher Höhe der Rückzahlung eines investierten Kapitals bzw. bis zu welcher Höhe des Verlusts desselben der Anleger noch von einem sicheren Investment sprechen wird. Das muss offen diskutiert werden. Die nachfolgenden Ausführungen können und sollen als ein erster Diskussionsbeitrag hierzu erachtet werden. Wie oben ausgeführt, wird man sich relativ schnell auf bestimmte Untergrenzen verständigen können. Würde man einem Anleger sagen, sein Investment sei allenfalls in Höhe von 50 % werthaltig, dann wird er dies schwerlich als sicheres Investment empfinden. Wer es riskiert, bis zu 50 % seines Geldes zu verlieren, betrachtet dies als Spekulation. Die Grenzziehung ist mit subjektiven Elementen und mit großen Unsicherheiten behaftet. In der heutigen Zeit wird ein Anleger angesichts der Tatsache, dass nicht einmal Festgeld bei vormals international hoch angesehenen Großbanken sicher ist, dann, wenn er Abschläge von 10 oder vielleicht auch 20 % in Kauf nehmen muss, das Investment noch als sicher betrachten. Dies dürfte vor allem in den Fällen gelten, in denen es die Anleger in der Hand haben, abzuwarten, wann sie im Fall a) die Immobilie veräußern wollen. Haben sie die Möglichkeit, etwa „bessere“ Zeiten mit besserer Vermietbarkeit der konkreten Immobilie abzuwarten oder können sie durch einen Umbau eine andere Nutzungsart er-

reichen, die einen höheren Verkaufserlös verspricht, dann wird zwar eine Rückzahlung des einbezahlten Kapitals zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht erfolgen. Der Anleger weiß aber, dass nicht zwingend ein Teil seines Geldes verloren ist. So gesehen wird man in der heutigen Zeit sagen können, dass von einer Real Equity-Beteiligung noch gesprochen werden kann, wenn selbst im Worst Case nicht mehr als 20 bis 25 % des einbezahlten Geldes verloren sind. Kann durch das „Warten auf bessere Zeiten“ mit großer Wahrscheinlichkeit ein höherer Erlös als bei Eintritt des Worst Case erzielt werden, kann man mitunter trotz größerer Schwankungen noch von einem sicheren Investment sprechen; denn auch als sicher geltende Investments wie die Anlage in Gold unterliegen Volatilitäten.

Also liegt im Fall a) ein Real-Equity-Investment bzw. eine Real-Equity-Beteiligung vor, im Fall b) hingegen nicht.

2. Immobilienprojektentwicklungen

Bei Immobilienprojektentwicklungen muss unterschieden werden.²² Immobilienprojektentwicklung in Deutschland wird häufig so verstanden, dass der Entwickler noch nicht einmal das Grundstück besitzt, sondern sich erst auf die Suche nach einem Grundstück begibt und dieses Grundstück, das möglicherweise noch kein Bauland ist, zum Bauland entwickelt. Möglich ist auch, dass zwar ein Grundstück vorhanden ist und er das Grundstück optionieren kann.²³ Der Entwickler plant dann bestimmte Gebäude auf dem Grundstück²⁴ und versucht, hierfür eine Baugenehmigung zu erhalten. Soweit der Bebauungsplan geändert werden muss und mit Zustimmung aller zuständigen Behörden, angefangen von der Gemeinde, dem Landratsamt bis über die Landesplanungsbehörden und Regierungsbezirke, dann etwa die Umwandlung von einem Industriegebiet in ein Sondergebiet für Einzelhandel erfolgt, vergehen Jahre. Es bestehen große Unsicherheiten, ob es überhaupt gelingt. Zusätzlich besteht heute in vielen Regionen das Risiko, keine Mieter zu finden, die bereit sind, langfristige Mietverträge abzuschließen, und die eine so gute Bonität haben, dass die Bank bereit ist, im Hinblick auf diese Mietverträge das Bauvorhaben zu finanzieren. Solche Immobilienentwicklungen sind mitunter in vielen Fällen risikoreiche Geschäfte.

Investiert der Anleger sein Kapital in ein Unternehmen, das ein solches Projekt verwirklicht, dann ist er im Regelfall nicht in die Projektentwicklung eingebunden. Es fehlt also bereits die Dispositionsmöglichkeit über das Zielinvestment. Tatsächlich ist das Zielinvestment nicht das Grundstück. Der Anleger erwirbt nur einen Anspruch gegen den Projektentwickler, am Gewinn zu partizipieren. In solchen Fällen kann man also nicht von Real Equity sprechen. Das würde zusätzlich daran scheitern, dass zahlreiche solche Entwicklungsprojekte nicht zum Erfolg führen und somit der Anleger nicht sicher sein kann, dass mit seinem Geld nicht nur Planungsleistungen, also Dienstleistungen, bezahlt werden und es gar nicht zu einem Investment in Sachwerte kommt.

Davon zu unterscheiden sind Konzeptionen, bei denen der Anleger in einen Fonds investiert, der selbst die Projektentwicklung vornimmt und zum gegebenen Zeitpunkt, also wenn die Projektverwirklichung hinreichend sicher in Aussicht steht, das Grundstück/die Grundstücke erwirbt. Dann wächst der weitere Wertzuwachs, der durch die Entwicklungsleistungen entsteht, dem Fonds und damit den Anlegern zu. Hier ist offensichtlich, dass ab dem Zeitpunkt des Grundstückserwerbs der Anleger über den Fonds die gesicherte Eigentümerposition und damit den entsprechenden Wert (mit) innehat. Gerade durch die Entwicklung entsteht eine erhebliche Wertschöpfung, ja oftmals sogar die größte im gesamten Zyklus einer Immobilie. Der Anleger ist hier also in der wirtschaftlich interessantesten Phase beteiligt. Im Worst Case, also wenn die Projektentwicklung nicht zum Ende kommt, kann das Grundstück veräußert und von einem anderen Projektentwickler weiter entwickelt werden. Sofern eine reine Eigenkapitalfinanzierung vorliegt, kann es prinzipiell gar nicht zur Insolvenz des Fonds kommen. Das größte realistische Risiko ist, dass die Entwicklung oder die Veräußerung länger dauert als ursprünglich geplant. In einer ungünstigen konjunkturellen oder sonstigen Situation kann der Fonds vielleicht sogar bewusst einen Zeitpunkt abwarten, in dem wieder ein besserer Preis zu erzielen ist, weil es gelingt, Mietverträge mit höheren Mieten abzuschließen.

In einem solchen Fall der Projektentwicklung liegt ein Real-Equity-Investment zwar nicht von Anfang an, aber ab dem Zeitpunkt vor, in dem das Eigentum am Grundstück erworben wird. Besteht eine vom Anbieter nicht mehr einseitig zu beendende Option, so kann bereits dann Real Equity vorliegen, wenn die Entwicklung so weit konkretisiert ist, dass der Verwirklichung des Projekts keine rechtlichen oder sonstigen Hindernisse mehr entgegenstehen. In all diesen Fällen geht es dann nur noch um die Frage, zu welchem Prozentsatz das Anlegerkapital selbst im Worst Case als realisierbar angesehen werden kann.

Wieder eine andere Variante liegt bei folgenden Fällen vor: Besteht das Ziel eines geschlossenen Fonds im Erwerb bestehender Bausubstanz und in deren Sanierung sowie im Umbau solcher Gebäude mit anschließender Vermietung und Veräußerung, so erhält der Fonds und damit mittelbar der Anleger sogleich die Dispositionsmöglichkeit über die Zielinvestments. Was dann an Sanierungsarbeiten folgt, wächst kraft Gesetzes dem Eigentümer, also dem Fonds, zu, weil die eingebauten Teile wesentlicher Bestandteil des vorhandenen Grundstücks werden (§ 94 BGB). Im Worst Case ist es, wenn ein solcher Fonds ausschließlich eigenkapitalfinanziert ist, dann allein

dem Fonds überlassen, wie er mit den erworbenen Immobilien verfährt, um einen möglichst hohen Erlös zu erzielen.

Aus diesen Gründen wird im Regelfall auch das Kriterium des realisierbaren Werts in Höhe von nicht weniger als 80 % des eingesetzten Anlegerkapitals erfüllt sein. Dies gilt jedenfalls dann, wenn es aufgrund der Konzeption nicht zu Notverkäufen kommen muss. Bei eigenkapitalfinanzierten Fonds wird es, anders als bei fremdkapitalfinanzierten, bei denen die Bank die Verwertung erzwingen kann, dazu nicht kommen.

Eine Projektentwicklung schließt also eine Real-Equity-Beteiligung keinesfalls aus. Es kann sich im Gegenteil durch die mit der Projektentwicklung verbundene Wertschöpfung sogar um ein besonders sicheres Investment handeln. Man muss aber jedes einzelne Investment analysieren und individuell beurteilen. Gerade dann, wenn der Fonds und damit die Investorengesellschaft durch die Projektentwicklung eine hohe Wertschöpfung erzielt, kann man dies als klassischen Fall einer Real Equity-Beteiligung bezeichnen. Man muss sich in der heutigen Zeit darüber im Klaren sein, dass ein rein bestandshaltender Fonds, der den einfachen Weg geht und von Bauträgern entwickelte und hergestellte Immobilien erwirbt, damit den Gewinn des Projektentwicklers und den Gewinn des Bauträgers bezahlen muss.²⁵ Es dauert oft viele Jahre bis der Verkaufserlös die Anschaffungskosten der Objekte, geschweige denn zusätzlich die Summe der weichen Kosten des Fonds erreicht.

3. Schiffsfonds

Bei Schiffsfonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG ist der Fonds Eigentümer des Schiffes. Ist dieses 100 % eigenkapitalfinanziert, was allerdings bei zahlreichen Fonds nicht der Fall ist, dann wäre das erste Kriterium einer Real Equity-Beteiligung erfüllt.

Das Problem ist aber die Verwertung im Worst Case. Kann das Schiff nicht verchartert werden, weil, wie derzeit bei Containerschiffen, Überkapazitäten vorhanden sind, und liegt ein Schiff deshalb irgendwo vor Anker, so kostet es Gebühren und verliert an Wert. Bei Schiffen handelt es sich um abnutzbare Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens, die anders als Immobilien (die nach wie vor in guten Lagen Wertsteigerungen erfahren können²⁶), wie fast alle „Gebrauchsgegenstände“ tatsächlich eine hohe Abnutzung, verbunden mit entsprechenden Wertminderungen, haben. Es hängt jeweils von der Marktlage ab, zu welchen Preisen ein zunächst neues Schiff, etwa wenn es keine Tonnage hat, verkauft werden kann. Im Regelfall sind hier hohe Abschläge hinzunehmen.

Will hier ein Initiator von Real-Equity-Beteiligungen sprechen, so trifft ihn die Beweislast dafür, dass er im Worst Case, also dann, wenn er eine Vercharterung nicht erreicht, tatsächlich innerhalb eines überschaubaren Zeitraums das Schiff zu mindestens zu 75 bis 80 % der Herstellungskosten veräußern könnte. Das wird im Regelfall nicht gelingen.

4. Dachfonds und andere Fonds mit Investments in schuldrechtliche Positionen

Bei Dachfonds sind zwei Ebenen zu betrachten, nämlich einmal die Ebene des Dachfonds und zum anderen diejenige der Zielinvestments. Ist der Fonds ausschließlich eigenkapitalfinanziert, dann besteht die Dispositionsmöglichkeit über die Zielinvestments. Wenn die Zielinvestments allerdings in rein schuldrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Positionen erfolgen, also etwa in Form von Private Equity-Beteiligungen oder Mezzanine-Finanzierungen oder auch in Gestalt von Aktien oder GmbH-Beteiligungen, dann muss bei jeder einzelnen Beteiligung untersucht werden, ob die hier definierten Voraussetzungen für Real-Equity-Investments schon an der Dispositionsmöglichkeit des Dachfonds scheitern. Wenn Dachfonds in andere Fonds investieren, haben sie im Regelfall auf das Management, auf die Auswahl der Investments in den Zielfonds und erst recht auf die Verwertung dieser Investments im Worst Case keine Einflussmöglichkeiten. Soweit die Zielfonds nicht in wertbeständige Assets investieren, sondern das Geld in Medienfonds, in Schiffsfonds oder Leasingfonds fließt, verbleiben im Worst Case ohnehin keine realisierbaren Werte in der nach hiesigen Vorgaben erforderlichen Höhe.

Theoretisch wäre es möglich, dass ein Dachfonds in Fondsbeteiligungen investiert, bei denen er zusammen mit anderen Anlegern gleiche Interessen hätte und letztlich dann ebenso wie der Anleger eines KG-Fonds, der in Bestandsimmobilien oder in Immobilienprojektentwicklungen im vorgenannten Sinn investiert, seinerseits eine Real Equity-Beteiligung zeichnet. Das dürfte freilich die Ausnahme sein. Jedenfalls dann, wenn sich der Dachfonds bei den Zielinvestments als bloßer Kapitalgeber ohne Einflussmöglichkeiten betätigt, ist dies nicht der Fall.

5. Kapitalanlagen mit börsenmäßigen Volatilitäten

Da es, wie mehrfach erwähnt, um subjektive Anlegervorstellungen geht, gibt es beim Begriff der Real Equity-Beteiligung nahe liegender Weise auch in Bezug auf die Zielinvestments zum gegenwärtigen Stand Diskussionsbedarf.

Angenommen Anleger A wird angesprochen, er solle Aktien der börsennotierten Familiengesellschaft B-AG, an der Herr B 90 % aller Aktien hält, von B erwerben. A fragt, ob ein Real-Equity-Investment vorliegt.

Zunächst einmal hat der Investor A zusammen mit B die sogar deutliche Mehrheit, um den Aufsichtsrat ausschließlich mit von ihnen gewollten Personen zu besetzen.²⁷ „Über“ den Aufsichtsrat kann ein Management gefunden werden, das den Willen der Anteilseigner verwirklichen wird. Auch wenn der Vorstand der Aktiengesellschaft nach § 76 Abs. 1 Aktiengesetz die Gesellschaft unter eigener Verantwortung leitet, kann in der Praxis der Mehrheitsaktionär de facto dennoch seine Vorstellungen verwirklichen. Für die Frage, ob Real Equity vorliegt, sind allerdings zwei weitere Aspekte zu untersuchen. Zum einen ist zu untersuchen, ob die Einflussmöglichkeiten genügen, damit im Worst Case tatsächlich die Eigentümer und damit auch der Investor A, wenn auch zusammen mit dem Mehrheitsaktionär B, das Geschehen bestimmen und über die Zielinvestments disponieren können. Zum anderen stellt sich bei börsennotierten Aktien wegen der damit zwangsläufig verbundenen Volatilität der Aktien die Frage, ob hier von einem Mindestwert im oben genannten Sinn von nicht weniger als 75 - 80 % ausgegangen werden kann, der im Worst Case dem Anleger verbleibt.

Ist die Aktiengesellschaft ausschließlich eigenkapitalfinanziert, so kann auch im Krisenfall der Mehrheitsaktionär über die Zielinvestments mittelbar disponieren. Bezüglich des Wertes stellt sich allerdings ein Problem. Im Worst Case pflegen die Kurse solcher Aktien rapide abzustürzen. Dann über die Börse auszusteigen, würde zu einem erheblichen Verlust des Anlegers A führen. Will hier A zusammen mit B den Net-Asset-Value der Vermögensgegenstände der Aktiengesellschaft realisieren, so kann dies allenfalls durch Auflösung und Liquidation der Gesellschaft gelingen. Ein solcher Beschluss der Hauptversammlung bedarf, weil es sich um eine Satzungsänderung handelt, nach § 179 Abs. 2 AktG einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, die vorliegend erreichbar ist.

Nicht möglich wäre vorliegend ein sogenannter Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG, durch den die Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft gedrängt werden; denn hierzu müssen dem Aktionär 95 % des Grundkapitals gehören (§ 327a Abs. 1 AktG). Nur wenn also nachweislich die Möglichkeit der Liquidation bestünde und dann die Zielinvestments zu Preisen veräußert werden könnten, die nach Abzug aller Kosten sicherstellten, dass die Anleger mindestens ca. 80 % des investierten Kapitals zurückerhielten, könnte von einer Real-Equity-Beteiligung gesprochen werden. Dies zeigt aber, dass sich schon wegen der Kompliziertheit solche Beteiligungen schwerlich als Real Equity-Investments eignen. Zudem wurde dieses Beispiel bewusst so gewählt, dass die Voraussetzungen einer Mehrheitsbeteiligung von mehr als 75 % vorliegen. In der Praxis sind solche Beteiligungsquoten bei börsennotierten Gesellschaften, auch wenn es sich um vormalige Familienunternehmen handelt, unüblich. Die Familie hat selten mehr als 50 % der Aktien. So gesehen kommen Real Equity Beteiligungen bei börsennotierten Gesellschaften in der Praxis nicht vor.

6. Geschlossene Fonds mit unternehmerischen Investments

Untersucht werden sollen schließlich auch noch geschlossene Fonds mit unternehmerischer Zielrichtung, die in abnutzbare Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens investieren. So gibt es z. B. Containerfonds. Sie erzielen ihre Erträge dadurch, dass sie Container erwerben und diese Container vermieten. Da Container im Laufe der Zeit einem relativ starken Wertverfall unterliegen, können diese Fonds nur Gewinne erzielen, wenn die Container durchgehend vermietet sind.²⁸ Eine Real Equity-Beteiligung liegt hier nicht vor. Die Container können nämlich schwerlich, wenn sie von Anfang an nicht vermietet werden können oder wenn nach kurzer Nutzungsdauer keine Mieter gefunden werden, zu einem Preis veräußert werden, der den vorgenannten Prozentsatz von 75 bis 80 % erreicht.

Gleiches gilt, wenn etwa in Leasingfonds investiert wird, die Gebrauchsgegenstände an andere Unternehmen oder Privatpersonen verleasen, wie z. B. Pkws, Lkws, Busse, Maschinen, EDV-Anlagen und Weiteres mehr. Auch hier lassen sich, was für Leasingunternehmen charakteristisch ist, die Abschreibungen auf die Leasinggegenstände und eine Rendite auf das eingesetzte Kapital nur durch die Leasingraten verdienen. Wie allgemein bekannt ist, sind aber Pkws, vor allem solche der gehobenen Mittelklasse und Oberklasse, im Worst Case, wenn also der Leasingnehmer die Raten nicht bezahlen kann und es zu so genannten „Rückläufern“ kommt, nur mit einem Bruchteil ihres Wertes zu verkaufen. Nicht selten beträgt der Wert eines Pkws, der ein halbes Jahr oder ein Jahr alt ist, weniger als zwei Drittel des Neupreises, selbst wenn hierauf Abschläge gegeben wurden.

So gesehen eignen sich die wenigsten abnutzbaren Gebrauchsgegenstände für Real Equity-Beteiligungen.

VIII. Ergebnisse

1. Die Finanzkrise hat bei privaten und institutionellen Anlegern zu einem grundlegenden Umdenken geführt. Die Sicherheit steht bei vielen von ihnen an erster Stelle. Jedenfalls stellt sie bei der Anlageentscheidung ein wesentliches Kriterium dar. Für die Wissenschaft bedeutet dies die Herausforderung, über Sicherheit bei Kapitalanlagen neu nachzudenken.
2. Bislang wurden als „sichere“ Anlagen zum einen Investments in bestimmte Asset-Klassen, insbesondere in Sachanlagen, wie in Gold, in andere Edelmetalle und in Immobilien verstanden und zum anderen Investments, die mit besonderen Garantien namentlich von Banken unterlegt waren. Der Zusammenbruch vormals renommierter und mit aaa-gerateter Kreditinstitute und die zur Zahlungsunfähigkeit führenden Fehlinvestments sogar deutscher Landesbanken, deren Zusammenbruch nur durch staatliche Stützung in Höhe von Zig-Milliarden Euro verhindert werden konnte, hat den begrenzten Wert von bankmäßigen Sicherheiten aufgezeigt. Von daher erscheint es konsequent, Sicherheit für den Anleger ausschließlich oder doch zumindest in erster Linie anhand der Investments als solcher zu beurteilen.
3. „Sicherheit“ hängt von der subjektiven Vorstellung des Anlegers ab und kann deshalb auch nur durch Diskussion darüber, was der durchschnittliche Anleger als sicheres Investment empfinden wird, näher konkretisiert werden. Sicherheit aus der Perspektive des Anlegers bedeutet, dass er vor allem im Worst Case einen erheblichen Teil des eingesetzten Geldes nicht verliert, sondern in einem zumindest überschaubaren Zeitraum zurück-erhalten kann.
4. Das ist nur erreichbar, wenn die Zielinvestments auch im Worst Case einen durch Veräußerung realisierbaren Wert haben und sich in einem „Markt“ ein Käufer finden lässt. Um den Wert zu realisieren, ist die Dispositionsbefugnis des Anlegers bzw. der aus den Anlegern bestehenden Gesellschaft gerade auch im Worst Case erforderlich. Die Dispositionsmöglichkeit hat der Eigentümer des Anlagegegenstandes, also des Zielinvestments. Im Falle der Fremdkapitalfinanzierung bleibt diese zwar rechtlich bestehen. Tatsächlich aber bestimmt bei notleidend gewordenen Krediten die Bank als Kreditgeberin Zeit und Art der Verwertung. Vor diesem Hintergrund wurde das Ergebnis gewonnen, dass nur eigenkapitalfinanzierte Investments für Anleger auch sichere Investments darstellen. Eine Fremdkapitalfinanzierung steht einem sicheren Investment nur dann nicht entgegen, wenn entweder aufgrund besonderer Vereinbarungen mit der Bank oder aufgrund der geringen Höhe der Fremdfinanzierung und der vorhandenen finanziellen Reserven die Fremdfinanzierung abgelöst werden kann. Nur in solchen Ausnahmefällen kann eine Bank auch im Worst Case die Verwertung nicht erzwingen und nicht beeinflussen.
5. Es wurde das Ergebnis gefunden, dass die Sicherheit im Wesentlichen von der Dispositionsbefugnis der Investoren über die Zielinvestments, auch im Worst Case abhängt, um z. B. eine Veräußerung zum optimalen Zeitpunkt durchzuführen. Die Dispositionsbefugnis wiederum hängt von der Eigenkapitalfinanzierung ab. Deshalb erscheint es konsequent, Investments, die die hier aufgestellten Anforderungen erfüllen, mit dem plakativen Begriff „Real Equity-Beteiligungen“ oder „Real Equity-Investments“ zu bezeichnen. Dieser Begriff ist als Typusbegriff zu verstehen, der eine Vielzahl von Investments umfasst und der erst konkretisiert werden muss. Erforderlich sind drei Elemente:
 - (1) Die Anleger haben als Einzelinvestoren, als Miteigentümer oder als Gesellschafter unmittelbar oder in rechtlich abgesicherter, also ihnen rechtlich und tatsächlich nicht aus der Hand zu schlagender Weise, unmittelbar oder mittelbar die Eigentümerpositionen. D. h. sie müssen ihre Dispositionsbefugnis über die Zielinvestments, gerade auch im Worst Case behalten, u. a. wenn Erträge aus den Zielinvestments ausbleiben. Das ist in der Regel nur bei eigenkapitalfinanzierten Investments der Fall.
 - (2) Die Anleger müssen auch im Worst Case das Krisenszenario selbst gestalten und insbesondere Art und Zeit und bei beweglichen Wirtschaftsgütern den Ort der Verwertung der Zielinvestments selbst bestimmen können. Das impliziert, dass z. B. bei Immobilien eine Aufteilung nach dem Wohnungseigentumsgesetz eine grundlegende Umgestaltung und Weiteres mehr allein in der Hand der Eigentümer liegt.
 - (3) Auch im Worst Case muss den Anlegern ein nachfolgend noch festzulegender Teil ihres eingesetzten Kapitals nach Verwertung der Zielinvestments verbleiben.
6. Im Regelfall werden diese Voraussetzungen nur in den Fällen, in denen die Zielinvestments Sachwerte sind, die keine abnutzbaren Gebrauchsgegenstände darstellen, also insbesondere bei Immobilien, vorliegen. Ansonsten wird sich im Falle der Veräußerung kaum ein Wert erzielen lassen, der so hoch ist, dass der Anleger noch von einem sicheren Investment spricht. Dieser Wert wurde hier, was aus den dargelegten Gründen mit subjektiven Beurteilungselementen behaftet ist, mit mindestens 75 bis 80 % des eingesetzten Anlegerkapitals angesetzt. Erhält der Anleger im Worst Case weniger, so wird er nicht mehr von einem sicheren Investment sprechen.

7. Ist der Anleger gesellschafterlich beteiligt, so mediatisiert sich sein Einfluss dadurch, dass er sich die Eigentümerposition mit weiteren Gesellschaftern teilen muss. Haben diese jedoch gleichgerichtete Interessen, dann haben die Gesellschafter insgesamt eine Real Equity-Beteiligung, wenn die genannten Kriterien erfüllt sind.

8. Es konnte aufgezeigt werden, dass wenn geschlossene Immobilienfonds- und Immobilienprojektentwicklungsfonds das Anlegergeld in Immobiliensubstanz investieren und die durch eine Sanierung, Neuvermietung und weitere Maßnahmen entstehenden Wertsteigerungen den Anlegern zuwachsen, im Regelfall Real-Equity-Beteiligungen vorliegen. Wird hingegen seitens des Fonds in schuldrechtliche oder gesellschaftsrechtliche Rechtspositionen investiert, wie z. B. bei Private Equity-Fonds, die Eigenkapital oder Mezzanine-Kapital in eine Vielzahl von Unternehmen investieren, so werden im Regelfall die Einflussmöglichkeiten auf das eingesetzte Kapital so schwach und diffus sein, dass nicht von Real-Equity-Beteiligungen gesprochen werden kann. Gleiches gilt in aller Regel bei Investments in geschlossenen Fonds, die wie Leasingfonds in abnutzbare, einem starken Wertverzehr unterliegende Wirtschaftsgüter investieren.

9. Gerade in Zeiten, in denen Anleger sichere Investments wollen, reichen für eine entsprechende Beurteilung die herkömmlichen Methoden wie sie etwa Rating-Agenturen anwenden nicht aus. Auch durch eine Portfolio-Mischung bei Aktien und anderen Wertpapierbeteiligungen wird nicht wirklich eine Sicherheit für das investierte Geld erreicht, es werden bestenfalls nur Verluste bei den einen Investments durch Gewinne bei den anderen ausgeglichen. Beteiligungen, die in realisierbare Vermögenssubstanzen investieren, können sicherstellen, dass sogar im Worst Case ein erheblicher Teil des investierten Kapitals nicht verloren ist.

Fußnoten:

1) Der Einlagensicherungsfonds in Deutschland könnte, wenn es zum flächendeckenden Bankencrash käme, nur einen Bruchteil aller privaten Spareinlagen retten. Geschäftsvermögen ist ohnehin nicht abgesichert, womit die Existenz vieler Unternehmen und im mittelständischen Bereich damit auch der Unternehmer vernichtet wäre; denn sie haben oft den Großteil ihres Vermögens im eigenen Unternehmen investiert.

2) Chrysler hat am 30.04.2009 Insolvenz angemeldet und Gläubigerschutz nach Chapter 11 beantragt.

3) General Motors hat am 01.06.2009 Insolvenz angemeldet und Gläubigerschutz nach Chapter 11 beantragt.

4) Allerdings ist das bei dieser Fondsart unüblich.

5) Der Dax fiel vom Höchststand im Jahr 2007 von über 8000 Punkten auf den Tiefstand von unter 3.700 Punkten im Jahr 2009; die Aktien der Deutschen Bank z.B. fielen von einem Höchststand von ca. 160 € im Jahr 2007 auf einen Tiefstand von knapp über 20 € im Jahr 2009.

6) Zu Einzelheiten Wagner/Loritz, Konzeptionshandbuch der steuerorientierten Kapitalanlage, Bd. 1, 2. Aufl. 1997, S. 294 ff., Rn 1145 ff.

7) Ein- und Zweifamilienhäuser und einzelne Eigentumswohnungen sind schon wegen des relativ hohen Verwaltungsaufwands für viele Anleger nicht mehr erstrebenswert. Zudem hat sich ihre Wertentwicklung in den letzten Jahrzehnten als schwer kalkulierbar erwiesen.

8) Vermietete und weiterhin zur Vermietung bestimmte Immobilien werden zwar heute aufgrund von Ertragswertverfahren bewertet, also ähnlich wie Unternehmen (zu den verschiedenen Bewertungsmethoden – Sachwertverfahren, Ertragswertverfahren, Vergleichswertverfahren statt aller die Darstellung in Gondring (Hrsg.), Immobilienwirtschaft, 2. Aufl. 2009, S. 810 ff.). Dennoch sind leer stehende Immobilien nicht wertlos, sofern die Möglichkeit besteht, sie neu zu vermieten, wenn auch evtl. erst nach Umbaumaßnahmen. Müssen Immobilien abgerissen werden, bleibt der Grundstückswert. Selbst gut vermietete Immobilien können nicht allein aufgrund des Ertragswerts bewertet werden, sofern dieser nicht nachhaltig ist, wie etwa bei Spezial- oder Logistikkimmobilien, aber auch bei Immobilien, die starken Abnutzungen unterliegen, wie bei Hotels. Eine auf dem flachen Land für einen Spediteur nach dessen Vorstellungen und Wünschen errichtete Immobilie hat nach Ablauf eines 10-Jahres-Mietvertrags mitunter keinen Wert mehr, wenn es für sie keinen neuen Mieter gibt. All das zeigt, wie viele Parameter für die Wertbestimmung zu beachten sind und wie wichtig es deshalb ist, dass im Krisenfall und vor allem auch beim Verkauf der Eigentümer die Dispositionsbefugnis über die Immobilie hat, um sie eventuell umzubauen, neu zu vermieten und weiteres mehr.

9) Eine solche Prognose ist im Regelfall beim Aktionär sogar überflüssig, weil die Aktionäre zumeist im Insolvenzfall nichts mehr erhalten. Viele Unternehmen sind in der Insolvenz so stark überschuldet, dass häufig nicht einmal die bevorrechtigten Gläubiger bedient werden können und andere Gläubiger allenfalls eine sehr geringe Insolvenzquote erhalten, die nicht selten deutlich unter 10 % liegt. Bei vielen Insolvenzverfahren reicht die Masse nicht einmal zur vollen Befriedigung aller vorrangigen Gläubiger aus, sofern die Insolvenzordnung des jeweiligen Landes Vorrechte in größerem Maße vorsieht.

10) Sie erhalten einen Prozentsatz (z. B. 10 % aus den laufenden Erträgen) als Gebühr und sind deshalb an der Beendigung der Zwangsverwaltung in Form einer Sanierung des notleidend gewordenen Investments der Anleger zumeist gar nicht interessiert. Die Immobilie als solche kennen sie oftmals nicht im einzelnen, weil diese von einem Verwalter nach WEG betreut wird.

11) Ca. 70 % aller in den USA und ca. 90 % aller in Deutschland hergestellten Filme spielen die Produktionskosten nicht ein.

12) § 199 InsO. In den meisten Fällen verbleibt allerdings kein Überschuss, da schon die Insolvenzgläubiger häufig nur eine niedrige Quote, die nicht selten unter 10 % liegt, erhalten.

13) Hierzu Loritz/Pfnür, Der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland, 2006, S. 5 ff.

14) Bekannt geworden sind zahlreichen Fälle, in denen bei geschlossenen Fonds konzeptionell nicht vorgesehene Steuerzahlungen ausgelöst wurden, die dann, soweit es Gewerbesteuer war, den Fonds als solchen und soweit es Einkommensteuer war, die Anleger persönlich unvorhergesehen belastet haben und zur Insolvenz des Fonds oder sogar der Anleger führen konnten.

15) Dass derartige freilich auch im geregelten Kapitalmarkt nicht auszuschließen ist, zeigt der Betrugsfall des US-amerikanischen Vermögensverwalters und Investmentmanagers Madoff, der seine in der Art eines Schneeballsystems betriebene Anlagefirma, trotz der strengen amerikanischen Börsenaufsicht durch die SEC über lange Jahrzehnte am Leben erhalten konnte. Die beste und strengste staatliche Aufsicht bedeutet keine Anlegersicherheit. So hat z. B. die BaFin offensichtlich die Fehlentwicklungen bei zahlreichen Landesbanken nicht bemerkt.

16) Eine solche Entwicklung erleben wir derzeit bei den Medienfonds, wo sich die Bayerische Finanzverwaltung plötzlich nicht mehr an die frühere und als gefestigt angesehene steuerliche Beurteilung hält. S. die Presseberichte in Handelsblatt (), Managermagazin (unter <http://www.manager-magazin.de/geldanlage/0.2828.druck-502081.00html>), FAZ (www.faz.net/s/Rub645F43865344D198A672E313F3D2C3/Doc-EDC35672B373841B; zur Thematik s. auch die Darstellung zu den Entscheidungen des FG München von Loritz, ZSteu 2008, 74 ff.; BFH, NV 2009, 76.

17) Diese erfolgt beim geschlossenen Fonds in Form bestimmter Konzeptionsgebühren, z. T. aber auch in Form einer Beteiligung an den wirtschaftlichen Erfolgen des Fonds. Manche Initiatoren sichern sich eine Erfolgsbeteiligung dergestalt, dass die ihnen gehörende Komplementär-GmbH, wenn für die Anleger die prospektierten Erträge (z. B. 8, 9 oder mehr Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital) erreicht sind, am darüber hinausgehenden Gewinn nach einem bestimmten Schlüssel teilnimmt. Werden etwa von einer Bank Pfandbriefe ausgegeben, dann verdient die Bank zwar auch an der Veräußerung dieser Pfandbriefe in Form ihrer Gebühren und manchmal in Form eines Agios. Das entscheidende Ziel der Bank ist aber der Verdienst an der wegen der Ausgabe der Pfandbriefe möglichen Vergabe von Krediten.

18) In der Regel werden durchschnittlich erfahrene Anleger solche Konzeptionen der Kapitalanlage auch gar nicht verstehen. Erfahrungsgemäß werden Prospekte erst von den Anwälten der Anleger gelesen und auf mögliche Fehler, man kann auch sagen auf das berühmte „Haar in der Suppe“ hin untersucht, wenn sich die Anleger von ihrer Kapitalanlage lösen und vom Emissionär oder vom Betrieb Schadensersatz verlangen wollen.

19) Siehe z. B. Baumbach-Hopt/Merkt, HGB, 33. Aufl. 2008, Vor § 238 Rn. 126; Winnefeld, Bilanz-Handbuch, 4. Aufl. 2006, Rn. 226. Im Wesentlichen ähnlich wird im angloamerikanischen Rechtskreis der Begriff equity verstanden, siehe z. B. die Definition der Begriffe in verschiedenen Lexika, abrufbar unter <http://www.merriam-webster.com/dictionary/equity>; <http://en.wikipedia.org/wiki/equity>; <http://www.moneychimp.com/glossary/equity.htm>; siehe des weiteren Coleshow, Credit Analysis, 1989, S. 69 f.; Yuh-Dauh Lyou, Financial Engineering and Computation, Principles, Mathematics, Algorithms, 2002, S. 2.

20) Zum Begriff „Typus“ in der Rechtssprache Hassemer, Tatbestand und Typus, Köln 1968; Leenen, Typus und Rechtsfindung, 1971; Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 16. Aufl. 1991, S. 218 ff., 461 ff.

21) In diesem Fall wird auch ein wichtiger Grund zur Hinauskündigung der GmbH als Komplementärin vorliegen oder zumindest ein wichtiger Grund zur Entziehung der Geschäftsführungsbefugnis.

22) Siehe hierzu bereits Loritz, Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 3, S. 2 ff.; ders., Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 9, S. 2 ff.

23) Zu diesem Zweck gibt der Grundstückseigentümer dem Entwickler ein z. B. für ein Jahr bindendes notarielles Kaufangebot gegen Zahlung einer bestimmten Optionsgebühr.

24) Mitunter erwirbt der Entwickler es nicht selbst, sondern hat sich im notariellen Angebot das Recht vorbehalten, dass nicht er, sondern ein Dritter, nämlich der Bauträger oder der Endinvestor, der das Immobilienprojekt erwirbt, das Angebot annehmen kann.

25) Bei herkömmlichen Immobilienobjekten, etwa bei Einzelhandelsobjekten, geht man davon aus, dass der Projektentwickler einen Gewinn in Höhe von mindestens einer Jahresmiete und der Bauträger in Höhe von ca. zwei Jahresmieten erzielen wollen, sonst lohnt sich für beide das Geschäft nicht.

26) Es ist bekannt, dass die AFA von 2 oder 3 %, § 7 Abs. 5 EStG, mit dem tatsächlichen Wertverlust bzw. der tatsächlichen Abnutzung einer Immobilie im Regelfall nicht übereinstimmt.

27) Dieser setzt sich bei weniger als 500 Arbeitnehmern ausschließlich aus Anteilseignervertretern zusammen, weil erst dann das Drittelbeteiligungsgesetz eingreift, §§ 1 ff. Drittelbeteiligungsgesetz.

28) Z. T. hatten Containerfonds, weil sie ihren Sitz in Madeira hatten, aufgrund der sehr geringen Besteuerung, die fast schon einer Steuerfreistellung der Erträge gleichkam, eine hohe Nachsteuerrendite erzielt.

Impressum ZfiFP:

Herausbergremium: Dr. Thomas Beyerle - Head of Global Research, Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH, Prof. Dr. Josef Dinauer - Hochschule München, Paul Jörg Feldhoff - Generalsekretär, Institut der deutschen Immobilienwirtschaft, Prof. Dr. Hanspeter Gondring, FRICS - Studiendekan Studienzentrum Finanzwirtschaft, Duale Hochschule Baden-Württemberg Stuttgart (DHBW) / Wissenschaftlicher Leiter, ADI Akademie der Immobilienwirtschaft), Dr. Ruprecht Hellauer - Managing Director, Lohnbach Investment Partners GmbH, Prof. Dr. Jens Kleine - Steinbeis-Hochschule Berlin, Prof. Dr. Karl-Georg Loritz - Universität Bayreuth, Dr. Mathias Müller - Präsident der IHK Frankfurt am Main, Werner Rohmert - Hrsg. Der Immobilienbrief / Immobilienspezialist von "Der Platow Brief", Dr. Guido Spars - Bergische Universität Wuppertal.

Chefredaktion: Marion Götza (V.i.S.d.P.);

Wissenschaftliche Leitung: Prof. Dr. Gondring, FRICS, (DHBW/ADI)

Verlag: Research Medien AG, Lippstädter Straße 133, 33378 Rheda-Wiedenbrück, T.: 05242 - 901-250, E: info@rohmert.de, www.rohmert-medien.de

Vorstand: Werner Rohmert, **Aufsichtsrat:** Senator E. h. Volker Hardegen (Vorsitz), Univ. Prof. Dr. jur. habil. Karl-Georg Loritz, (Bayreuth), Petra Rohmert; HRB 6598 Amtsgericht Gütersloh, USt.-Idnr DE 217501781

Namensbeiträge geben die Meinung des Autors und nicht unbedingt der Redaktion wieder. Das Copyright der Fachbeiträge liegt bei den Verfassern oder den genannten Institutionen und Unternehmen.