

### Zweitmarkt für Immobilienfondsanteile - Geniestreich oder Mogelpackung? - - Eine kurze Sichtung aus wirtschaftlicher und rechtlicher Sicht - von Rechtsanwalt Dr. Volker Gallandi, Gornheimertal -

Die LBB Immobilienbeteiligungs- und Vertriebsgesellschaft hat die Errichtung eines Zweitmarktes für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds angekündigt und ins Werk gesetzt. Die Art und Weise der Umsetzung der Idee ist vielerorts ebenso kritisiert worden (z.B.: 'k-mi' 36/95) wie die Beteiligung bestimmter Personen (z. B. Heinz Gerlach), so daß die Analyse der wirtschaftlichen und rechtlichen Sinnhaftigkeit in den Hintergrund getreten ist. Vom Prinzip her scheint die Idee eines Zweitmarktes bestechend. Die Zahl der geschlossenen Immobilienfonds nimmt zu und wird möglicherweise trotz Flaute im Immobilienbereich weiter zunehmen, was läge näher, als das bekannte Risiko fehlender Fungibilität der Fondsanteile zu beseitigen, dies auch mit dem sicher erwünschten Nebeneffekt, daß der Vermittler damit werben kann "die Anteile können doch jederzeit verkauft werden".

Auch das Ansinnen der Initiatorin der Errichtung des Zweitmarktes, von den Fondsinitiatoren Leistungsbilanzen zur Unternehmens- und Produktprüfung zu verlangen, während man selbst eigene Leistungen nicht transparent macht, hat zunächst einiges für sich. Die Produkte, die sich hinter den Namen der Fonds verbergen, sollen transparenter und klarer gestaltet werden, schwarze Schafe sich gleichsam automatisch über den niedrigen Wert ihres Fondsanteils im Sekundärmarkt entlarven. Aus der Sichtung und rechtlichen Einordnung der bestehenden Märkte im Wertpapier- und Derivatbereich ergeben sich jedoch durchgreifende Bedenken gegen einen Sekundärmarkt für Fondsanteile an geschlossenen Immobilienfonds:

- 1.) Nicht börsenzugelassene Wertpapiermärkte enthalten typischerweise extreme Risiken für Anleger. Wo Schutzvorschriften wie etwa das Wertpapierhandelsgesetz, das Börsengesetz, das Kreditwesengesetz oder den amerikanischen Regelungen vergleichbare Gestaltungen der OTC- und Junk-Bond-Märkte nicht existieren, kann sich nur ein unregelmäßiger Handel entfalten, der weder dem Anbieter noch dem Nachfrager Schutz bietet.
- 2.) Fondsanteile haben typischerweise Surrogat- oder Derivatcharakter, da der nominelle Wert des Anteils den dahinterstehenden Wert der Immobilien und sonstigen Wertgegenstände nur unvollkommen widerspiegelt, d.h. in der Regel verschleiert. Wer einen Immobilienfondsanteil incl. der weichen Kosten erwirbt, erwirbt bestenfalls eine Option auf Steuervorteile in Form von Verschiebung der Steuerlast und langfristig erzielbare Renditen durch ein langfristig tätiges Fondsmanagement. Diese positiven Erwartungen, die bei der Emission des Fondsanteils vorhanden sind, werden ins Gegenteil verkehrt, wenn der Sekundärmarkt, was zu erwarten und in ihm angelegt ist, über den unzufriedenen oder sonstwie am Loswerden des Anteils interessierten Anleger gespeist wird und nicht durch Neuemissionen. Damit ist der Sekundärmarkt in derselben Situation wie ein Markt, der ausschließlich aus schon zur Hälfte abgelaufenen Optionscheinen oder in Kürze fälliggestellten Futures gebildet würde.
- 3.) Der Markt der neuen Fondsanteile an geschlossenen Immobilienfonds ist, wie zutreffend festgestellt wird, dadurch geprägt, daß die Nachfrage durch den Vermittler erst geschaffen wird. Gleiches ist im noch stärkeren Maße beim Sekundärmarkt der Fall, der somit zwangsläufig ein enger Markt ist. Die typischen Risiken des engen Marktes sind aus den Aktienmärkten kleiner Börsen bekannt. Kurse können enorm schwanken und lange stagnieren, der Kurs sagt mangels



02 11

Ihr direkter Draht ...  
(Mo. - Do. 15-18 Uhr, Fr. 9-12 Uhr)

# 66 98 - 164

... für das vertrauliche Gespräch

Kapital-markt intern erscheint wöchentlich in der markt intern Verlag GmbH, Grafenberger Allee 32, D-40237 Düsseldorf, Tel. 02 11/66 98-164, Telefax 02 11/69 124 40, Telex 8-587 732. Herausgeber: Dipl.-Ing. Günter Weber. Verantwortlich: Chefredakteur Klaus Beermann. Stellvertreter: Rechtsanwalt Rolf Koehn, Direktor Steuer-/Finanzinformationsbriefe Rechtsanwalt Hans J.M. Manteuffel, Dr. Frank Schweizer-Nürnberg. Chef vom Dienst: Dipl.-Vwt. Hans-Jürgen Lenz. Redaktionsleiter Kapital-markt intern Rechtsanwalt Axel Prümm. Vervielfältigungen nur mit Genehmigung des Verlages. Druck: Theodor Gruda GmbH, Breite Straße 20, 40670 Meerbusch. Anzeigen, bezahlte Beilagen sowie Provisionen gleich welcher Art werden zur Wahrung der Unabhängigkeit grundsätzlich nicht angenommen.

ausreichender Marktteilnehmer über den tatsächlichen Wert überhaupt nichts aus, reizt aber zum Spekulieren, zum Insidertrading, zu künstlich erzeugter Nachfrage usw..

- 4.) Im Augenblick ist der Zweitmarkt noch ein konstruiertes Produkt. Die Konturen gehen verloren, wenn man nicht mehr weiß, ob man eine Beteiligung an einer Immobilienholdinggesellschaft oder ein spekulatives Wertpapier erwirbt. Wer mit Grundstücken handelt und an die Börse gehen will, kann dies jederzeit in der Rechtsform der Aktiengesellschaft tun, ebenso in der Form des offenen Immobilienfonds, dann unterliegt er allerdings den scharfen Bestimmungen des Aktiengesetzes und des Kreditwesengesetzes incl. der darin enthaltenen strengen Zulassungs- und Kontrollregelungen. Diese sind von einem Gesetzgeber aufgestellt und nicht von einem Marktteilnehmer, so daß die Akzeptanz nach objektivierten Kriterien überprüft werden kann.

Diese Einwände würden zu einem erheblichen Teil fallen, wenn es einen gesetzlich geregelten, den Börsenzulassungsvoraussetzungen angenäherten Primärmarkt gäbe, auf dem nach einer den Vorschriften des Aktiengesetzes ähnlichen Regelung bestimmte durch Qualitätskriterien definierte Unternehmenstypen Fondsanteile emittieren, die von Anfang an mit einem bestimmten Einstandskurs auf dem Markt sind. Dieser öffentlich zugängliche Markt könnte ohne die üblichen Vertriebsprovisionen funktionieren, so daß der An- und Verkauf über Trader mit spezieller Qualifikation und Zulassung nur zu den beim Aktiengeschäft üblichen Prozentsätzen durch ein öffentliches Publikum erfolgen könnte. Diese verlockende Perspektive verbietet sich jedoch rechtlich durch die unterschiedliche Konturierung des geschlossenen Fonds als Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder GmbH & Co. KG einerseits und des offenen Fonds andererseits. Die Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft bekommen typischerweise extreme steuerliche Probleme, Kostenprobleme mit der Ein- und Austragung im Handelsregister, Partizipationsprobleme als Gesellschafter mit Mitgestaltungs-, Gewinnbeteiligungs- und Ausschüttungsrechten, während die Gesellschaft selbst aufgrund der schwankenden Gesellschafterzahl nicht mehr als "geschlossen" gelten könnte.

Der Verkauf und die Übertragung des Fondsanteils im Zweitmarkt erfolgt nicht etwa durch Übergabe eines Zertifikates. Vielmehr tritt der Neuerwerber in die Rechte und Pflichten ein, die sich aus dem Gesellschaftsvertrag und gegebenenfalls dem Treuhandvertrag (bei mittelbarer Beteiligung als Treugeber) ergeben. Hierzu ist eine umfangreiche rechtliche Würdigung und Risikoabwägung erforderlich, mit der die Käufer des Fondsanteils und die eingeschalteten Vermittler normalerweise erheblich überfordert sind. Die Höhe der Ausschüttung allein kann kein Kriterium für eine Wertermittlung sein. Vielmehr müßte geprüft werden, inwieweit die Ausschüttung durch entsprechende Prämissen 'passend' gerechnet wurde (z. B. Zinsvorauszahlungen, langjährige Tilgungsaussetzungen, zu hohe Inflationsrate für die Mietsteigerungen, zu geringe Verwaltungs- und Instandhaltungskosten, kurzfristiges Anschlußfinanzierungsrisiko zu erheblich höheren Konditionen) und inwieweit den Ausschüttungen auch steuerpflichtige Gewinne gegenüberstehen, da gegebenenfalls die Ausschüttungen (richtigerweise Entnahmen von Gesellschaftskapital) auch mit einem Wiederaufleben der Haftung verbunden ist.

Also verbleibt es dabei: Wer über steigende und fallende Kurse und eine börsenadäquate Vermarktung Kunden und Marktakzeptanz sucht, soll statt der GmbH & Co. KG eine Aktiengesellschaft gründen. Werden geschlossene Immobilienfonds gegründet, muß man das Produkt Immobilie und das Langzeitmanagement qualitativ entwickeln und dem Anleger sagen, daß er bis zum Laufzeitende mit dem Unternehmen "verheiratet" ist.

Die Faszination der Zweitmarktidee dürfte also nicht dazu führen, daß sich ein ernstzunehmender Zweitmarkt etabliert. Wenn es dennoch dazu käme, daß ein Zweitmarkt 'gegründet' wird, ist vorprogrammiert, daß damit verschiedene Interessen befriedigt werden, die nichts mit den Interessen der Marktteilnehmer zu tun haben. Wobei wir nicht vergessen dürfen, daß die LBB-Tochter einen Drittmarkt etablieren will. Denn sie selbst tritt als Aufkäuferin der Fondsanteile auf!

Wollte man ernsthaft eine Vermarktung über eine Art Börse durchführen, aber nicht auf hergebrachte Börsenstrukturen zurückgreifen, müßte ein sehr komplexes gesetzgeberisches Vorhaben auf den Weg gebracht werden. Ohne eine solche qualitative Vorarbeit, zu der die Marktteilnehmer auf der Anbieterseite, aber auch Anlegerverbände gehört werden müßten, kann die Idee auf ihre echte Funktionalität nicht seriös geprüft werden.