

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Verzeichnis der Abbildungen	VII
Verzeichnis der Abkürzungen	X
<u>1. Abschnitt: KONSTRUKTION UND FUNKTIONSWEISE GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS</u>	1
A. Präambel	1
I. Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung	1
II. Begriffliche Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes	4
a) Abgrenzung von den offenen Immobilieninvestmentfonds	4
b) Abgrenzung von den Verlustzuweisungsgesellschaften	6
III. Die Bankeigenschaft geschlossener Immobilienfonds	9
B. Typologische Betrachtung geschlossener Immobilienfonds	15
I. Die Trägerschaft	15
a) Unternehmenszielsetzung (ökonomische Zwecksetzung)	16
b) Rechtsformen und steuerrechtliche Konstruktion	19
1. Bruchteilsgemeinschaft	19
2. BGB-Gesellschaften	22
3. Vermögensverwaltende Kommanditgesellschaften	26
II. Der Geschäftskreis und die Einordnung in die deutsche Bankstruktur	30
III. Der Kundenkreis und die Vertriebswege	34
IV. Das Geschäftsgebiet	39
V. Die Größe und die volkswirtschaftliche Bedeutung	41
C. Exkurs: Einige Bemerkungen zu den klassischen Grundprinzipien der Vermögensanlage	43

<u>2. Abschnitt: ANALYSE DER RENTABILITÄT GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS UND IHRER BESTANDTEILE</u>	47
A. Rendite (-komponenten) der Anleger	47
I. Barausschüttung	47
II. Steuerersparnis	49
a) Einkommensteuer	49
1. Laufende Werbungskosten durch Gebäudeabschreibungen	49
2. Einmalige Werbungskosten aufgrund sofort abzugsfähiger Ausgaben (Verlustzuweisungen in der Investitionsphase)	53
b) Vermögensteuer	58
III. Agio (Vermittlungsgebühr)	60
a) Ersterwerb	63
b) Nacherwerb	64
IV. Wertzuwachs (Kurssteigerung)	64
a) Ertragswert	67
b) Substanzwert	70
c) Hypothekentilgungsgewinn	72
1. Rechnerische Ermittlung	72
2. Die Auswirkung der Tilgungsbedingungen auf die Entstehung des Hypothekentilgungsgewinns	74
d) Empirische Untersuchung des Wertzuwachses	76
V. Ermittlung der Gesamtrendite geschlossener Immobilienfonds	83
VI. Die Abhängigkeit der Rendite von der Anteilsfinanzierung mittels Fremdkapital	85
a) Ratenkreditmodell mit laufender Tilgung	88
b) Kreditmodell mit Tilgungsaussetzung über eine Kapitallebensversicherung	92
c) Fazit	96
VII. Vergleich des Immobilienzertifikats mit der Inhaberschuldverschreibung	98
B. Ertragskomponenten der Initiatoren	103
I. Zinserträge der Banken	104
a) Hypothekenzinsen	104
b) Zwischenfinanzierungszinsen	106
II. Treuhandgebühren	106
III. Garantiegebühren	108
a) Finanzierungsgarantie (Platzierungsgarantie)	109
b) Zinsgarantie	109

c) Mietausfallbürgschaft	110
d) Baukostenhöchstgarantie	110
IV. Baubetreuungsgebühren	110
V. Vermittlungsgebühren	111
a) Vertriebsprovision	111
b) Finanzierungsvermittlung	111
c) Mietvertragsvermittlung	112
VI. Geschäftsführungsvergütung	112
VII. Fazit	113
<u>3. Abschnitt: DIE SICHERHEIT GESCHLOSSENER IMMOBILIENFONDS</u>	115
A. Risikokomponenten der Anleger	117
I. Substanzverlust- bzw. Ertragsausfallrisiken (Sicherheit i.e.S.)	117
a) Die Qualität des Mietvertrags	117
1. Standing des Mieters bzw. Mietgaranten	117
2. Anpassungsalternativen bei gewerblichen Miet- und Pachtverträgen	120
i. Indexklauseln	120
ii. Feste Mietanpassungen (Staffelmieten)	121
iii. Verhandlungsklauseln	122
3. Vertragsdauer und Optionsvereinbarungen	122
4. Mitverpflichtungserklärung der Muttergesellschaft	124
b) Die Prospektgestaltung	125
1. Darstellung des Gesamtaufwands und dessen Finanzierung	126
2. Offenlegung der Jahresrohmiete (Jahresreinertrag)	130
3. Langfristige Liquiditäts- und Rentabilitätsvorschau	132
i. Vollständigkeit	132
ii. Prognosegrößen	141
(1) Kalkulation der Werbungskosten und des effektiven Kapitaleinsatzes	142
(2) Kalkulation der Inflationsrate bei indexierten Mietverträgen	143
(3) Kalkulation der Anschlußfinanzierung	144
iii. Fazit	146

4. Angabe der Verflechtungen und der fachlichen Kompetenz der Konzeptoren	147
i. Wirtschaftliche und personelle Verflechtungen	147
ii. Fachliche Eignung und Garantie- bzw. Haftungsfähigkeit	148
5. Angabe latenter Haftungsrisiken des Anlegers	148
c) Die Qualität des Treuhandvertrags	150
1. Begriffsklärung	150
2. Aufgaben und Pflichten des Treuhänders	152
3. Anforderungen an eine seriöse Treuhand-schaft	153
i. Vollkommene Unabhängigkeit des Treu-händers	153
ii. Das Vertragswerk	154
4. Die Problematik der Treuhandschaft bei bank-initiierten Emissionen	156
II. Das Liquiditätsrisiko	158
a) Liquidität und Liquidisierbarkeit	158
b) Veräußerungsanlässe	159
1. Vermeidung von Opportunitätsverlusten	159
i. Reduzierung der Gebäudeabschreibungen	160
ii. Realisierung von Wertsteigerungen	161
2. Transaktionsmotiv	162
c) Veräußerungsmöglichkeiten	162
1. Gesellschaftsliquidation	162
2. Ankaufsrecht des Mieters	164
3. Rücknahmeverpflichtung des Emittenten	165
4. Veräußerung des Immobilienzertifikats an einen Nacherwerber	168
i. Markttransparenz	168
ii. Veräußerungsdauer und Umsatzvolumen der Replazierungen	171
III. Vergleich des Immobilienzertifikats mit der Inhaberschuldverschreibung	172
B. Risikokomponenten der Initiatoren	176
I. Verlustrisiken	176
a) Kreditausfallrisiko der Banken	176
1. Objektkredite an die Finanzierungsgesellschaft	176
2. Persönliche Kredite an die Anlegergesellschaft	178

b) Haftungsrisiken der Initiatoren	180
II. Liquiditätsrisiken	181
a) Scheitern der Plazierung	181
b) Rücknahmeverpflichtungen	183
 4. Abschnitt: ANLEGERSCHUTZ BEI GESCHLOSSENEN IMMO- BILIENTFONDS	185
A. Der Begriff "Anlegerschutz"	185
I. Abgrenzung	185
II. Die Notwendigkeit des Anlegerschutzes: Indivi- dualschutz der Anleger und Funktionsschutz des Kapitalmarktes	187
B. Anlegerschutz de lege lata	190
I. Anlegerschutz im (Personen-) Gesellschaftsrecht und in der Rechtsprechung	191
a) Publizität bei Publikumspersonengesellschaften	193
1. Emissionspublizität	194
i. Freiwillige Prospekterstellung oder Prospektzwang?	194
ii. Zivilrechtliche Prospekthaftung	195
(1) Haftungsschuldner	196
(A) Anlagevermittler	197
(B) Konzeptoren	198
(C) Treuhänder	200
(D) Sonstige Garanten	200
(2) Bemessung der Schadenshöhe	202
(3) Verjährungsfristen bei Ansprüchen aus Prospekthaftung	203
iii. Schriftform der Sondervorteile der Gründungsgesellschafter	204
iv. Die Rechtsprechung zum UWG bei Emis- sionen des Nebenkapitalmarkts	206
2. Rechnungslegungspublizität	207
b) Kontroll- und Mitwirkungsrechte der Anleger bei Publikumspersonengesellschaften	209
II. Zugangsbeschränkungen für Baubetreuer, Bauträger und Vermittler (§ 34c GewO i.V.m. MaBV)	212
III. Selbststeuerungsmaßnahmen auf dem Nebenkapi- talmarkt	217
a) Freiwillige Prospektprüfung durch einen Wirt- schaftsprüfer	217
b) Prüfung von Anlageofferten durch die Fachpres- se und andere Nicht-Wirtschaftsprüfer	220

1. Prospekt- und Einzelinvestitionsprüfung	220
2. Prüfung der Leistungsfähigkeit der Initiatoren	227
i. Konzeptoren und Vertriebsgesellschaften	227
ii. Treuhänder	231
IV. Zwischenergebnis	233
C. Anlegerschutz de lege ferenda	237
I. Der Entwurf eines Vermögensanlagengesetzes	237
II. Änderungen des Gesellschaftsrechts	239
III. Unterstellung der Publikumpersonengesellschaften unter das Kreditwesengesetz	240
a) Zulassung zum Geschäftsbetrieb	243
1. Nachweis der fachlichen Qualifikation der Geschäftsleiter	246
2. Nachweis der persönlichen Zuverlässigkeit der Geschäftsleiter	248
b) Beaufsichtigung der Geschäftstätigkeit	249
1. Aufstellung und Veröffentlichung des Jahresabschlusses	249
2. Der Eigenart des Geschäftsbetriebs entsprechende Befreiungen der Publikumpersonengesellschaften von Einzelvorschriften des KWG	251
3. Eingriffsbefugnisse des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen	252
i. Rücknahme der Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften	253
ii. Abberufung von Geschäftsleitern	254
c) Einwände und zusammenfassendes Ergebnis	255
 <u>5. Abschnitt: RESUMEE UND EPILOG</u>	 261
 Literaturverzeichnis	 267
 Rechtsprechungsverzeichnis	 288
1. Urteile der FG-Rechtsprechung	288
2. Schreiben des BMF	288
3. Urteile der Zivilrechtsprechung	288
 Verzeichnis der Emissionsprospekte	 290

VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN

<u>Abb. Nr.:</u>		Seite
1	Einteilung der deutschen Spezialbanken	33
2	Die Größe ausgewählter geschlossener Immobilienfonds	42
3	Vergleich der Bilanzsummen ausgewählter Universal- und Hypothekenbanken mit dem Gesamtfondsvolumen aller der Deutschen Bundesbank gemeldeten geschlossenen Immobilienfonds und dem Gesamtvolumen der offenen Immobilienfonds	44
4	(Vereinfachte) Darstellung der Einnahmen- und Ausgaben-Rechnung geschlossener Immobilienfonds	48
5	(Vereinfachte) Darstellung der steuerlichen Ergebnisrechnung geschlossener Immobilienfonds	50
6	(Vereinfachte) Darstellung der steuerlichen Ergebnisrechnung geschlossener Immobilienfonds für den Zweiterwerber	52
7	Berechnung der Ausschüttungsrendite eines geschlossenen Immobilienfonds	55
8	Entwicklung der Gesamtliquidität ("Rendite") eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts (Berlin-Beteiligung)	57
9	Ermittlung der Vermögensteuerersparnis eines Immobilienzertifikats	59
10	Die Ausschüttungsrendite eines Immobilienzertifikats unter Einbeziehung der Vermögensteuerersparnis	61
11	Der Einfluß des Kapitalisierungszinsfußes auf den Wert eines Anteils an einem geschlossenen Immobilienfonds	68
12	Entwicklung der Restschuld eines langfristigen Darlehens mit banküblichen Tilgungsvereinbarungen	75
13	Entwicklung des Wertzuwachses der geschlossenen Immobilienfonds der Rheinisch-Westfälische Immobilien-Anlage GmbH (RWI)	79

<u>Abb. Nr.:</u>		Seite
14	Entwicklung des Wertzuwachses der geschlossenen Immobilienfonds der Bakola Leasing GmbH	82
15	Ermittlung der Gesamtrendite eines geschlossenen Immobilienfonds (ohne Vermögensteuervorteil)	85
16	Berechnungsbeispiel eines Ratenkreditmodells zur Finanzierung einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds	89
17	Berechnung der Gesamtrendite eines Ratenkreditmodells	91
18	Ermittlung der Ausschüttungstrendite eines Kreditmodells mit Hypothekentilgungslebensversicherung	95
19	Ermittlung der Gesamtrendite eines Kreditmodells mit Hypothekentilgungslebensversicherung	97
20	Ermittlung der realen Nettoverzinsung bei Anleihen der öffentlichen Hand (im Emissionsjahr)	99
21	Die Mindest-Bruttoverzinsung einer Kapitalanlage zum Ausgleich der Inflationsrate und der Ertragsbesteuerung	102
22	Treuhandgebühren ausgewählter geschlossener Immobilienfonds (zzgl. USt)	107
23	Vertragstechnische Details der Mietverträge ausgewählter geschlossener Immobilienfonds	123
24	Volumen der Vor- bzw. Anlaufkosten im Verhältnis zum Fondsvermögen und Eigenkapital	129
25	Beispiel einer langfristigen Liquiditäts- und Rentabilitäts-Prognoserechnung	136
26	Langfristige Prognoserechnung der Nettoausschüttung	138
27	Die Auswirkung unterschiedlicher Inflationsraten auf die Entwicklung der Barausschüttung	138
28	EDV-Modell zur Errechnung der durchschnittlichen Gesamt-Nettorendite geschlossener Immobilienfonds	140



<u>Abb. Nr.:</u>		Seite
29	Vertragsdetails ausgewählter Treuhand- (und Gesellschafts-) verträge von geschlos- senen Immobilienfonds	155
30	Übersicht über die zur Replazierung an- stehenden KG-Fonds einer Landesbank	169
31	Anlegerschutz-Erklärung	222
32	Zusätzliche Erläuterungen (Einlage in An- legerschutzerklärung)	224
33	Leistungsbilanz-Fragenkatalog für Anbieter von Emissionen am freien Kapitalmarkt	226
34	Anlegerschutz-Fragenkatalog für Treuhänder	228