

Risikomanagement von österreichischen offenen Immobilienfonds - Regulatorische Vorgaben zur Reduzierung des Risikos der Anleger

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
"Master of Science"

eingereicht bei
DI (FH) Thomas Bassetti MRICS

Mag. Bernhard Grubhofer

09205119

Wien, 12.04.2018

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. BERNHARD GRUBHOFER**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "RISIKOMANAGEMENT VON ÖSTERREICHISCHEN OFFENEN IMMOBILIENFONDS -REGULATORISCHE VORGABEN ZUR REDUZIERUNG DES RISIKOS DER ANLEGER", 108 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 12.04.2018

Unterschrift

Danksagung

Die größte Freude ist es, dass ich die Möglichkeit erhalten habe, den Masterlehrgang zu besuchen und dass zahlreiche Menschen diesen Weg unterstützt und begleitet haben.

Die Verfassung dieser Masterthese stellt einen sehr wichtigen Meilenstein dar und möchte ich insbesondere Herrn Diplomingenieur Thomas Bassetti für die Betreuung danken.

Es hat aber auch einen besonderen Wert, während des gesamten Studiums durch die Fakultät begleitet zu werden. Lehrgangsleitung und Team gebührt ebenso großer Dank für die aufmunternden wie auch teilweise ermahnenden Worte.

Die Diskussion der These mit Kollegen während des Studiums, mit Arbeitskollegen für Detailfragen und die Unterstützung durch den Arbeitgeber, im Besonderen Dieter Aigner und Stephan Horak waren mir eine wichtige Säule bei Verfassung der Masterthese.

Meine Eltern, mein Großvater und meinen Geschwister waren stetige Begleiter und Motivatoren meines Lernens und Strebens. Danke!

Im Besonderen und von und mit ganzem Herzen möchte ich Hanna, Samson, Fiorina, Celio, Areli, Lorena, Manoah und Yanour danken. Ihr Vertrauen, ihre Zuversicht, ihre Lebensfreude und ihr Mutmachen lassen auch derartige Aufgaben bewältigbar werden!

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung, Zielsetzung und Aufbau der Arbeit	1
2.	Immobilieninvestmentfonds in Österreich	4
2.1.	Investmentfonds und Immobilieninvestmentfonds im Allgemeinen	8
2.2.	ationale und internationale rechtliche Rahmenbedingungen	10
2.3.	Arten von Immobilieninvestmentfonds gem. ImmobilienInvFG	13
2.4.	Immobilieninvestmentfondsmarkt in Österreich	15
2.5.	Einteilungsmöglichkeiten des Kapitalmarktproduktes	
2.5.1.	Anlage-Pyramide	17
2.5.2.	Direkte und indirekte bzw. individuelle / kollektive Immobilien veranlagungen	17
2.6.	Abgrenzung zu anderen indirekten Immobilieninvestmentmöglichkeiten	23
2.7.	Zusammenfassung	27
3.	Risikomanagement	
3.1.	Allgemeines	28
3.2.	Grundlagen zu Risikomanagementsystemen	34
3.3.	Unterscheidung, Ergänzung und Abgrenzung zu anderen rechtlich geforderten Kontroll- und Überwachungsmechanismen	
3.3.1	Internes Kontrollsystem	40
3.3.2	Interne Revision	41
3.3.3	Compliance	42
4.	Risikomanagement einer Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft und eines Immobilieninvestmentfonds	
4.1.	Allgemeine Grundlagen	43
4.2.	Rechtliche Grundlagen	47

4.3.	Evaluierung der rechtlichen Vorgaben auf Investmentfondsebene bezogen auf die für den Investmentfonds definierten Risiken	
4.3.1.	Allgemeine Einleitung	59
4.3.2.	Risiken aus fehlerhaftem bzw. mangelhaftem Management	57
4.3.3.	Immobilienrisiken (Ankaufs-, Entwicklungs-, Bewirtschaftungs-, Leerstandsrisiken, etc.)	75
4.3.4.	Liquiditätsrisiken	85
4.3.5.	weitere Risiken	92
5.	Schlussfolgerungen	94
	Kurzfassung	99
	Abkürzungsverzeichnis	
	Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	
	Literaturverzeichnis	

Kapitel 1 – Einleitung, Zielsetzung und Aufbau der Arbeit

Grundlegend sind Risiken und daraus abgeleitet auch das Ziel, diese zu „managen“, jedem Handeln und insbesondere dem unternehmerischem Handeln immanent. Bei Investitionen in Finanzprodukte gilt die „Regel“: keine Rendite ohne Risiko. Aufgrund der stetig zunehmenden Produktvielfalt wird es jedoch für Anleger immer schwieriger, die mit dem jeweiligen Finanzprodukt in Verbindung stehenden Risiken zu erkennen, einzuschätzen, zu bewerten und auf dieser Basis auch fundierte Entscheidungen zu treffen.

Risiken und Gefahren und daraus abgeleitet der Begriff des „Risikomanagement“ sind generell in der heutigen Zeit sehr präsent und betreffen alle Bereiche des Lebens und Wirtschaftens. Bei Eingabe des Begriffs „Risikomanagement“ in Google liefert über 4 Millionen Einträge innerhalb von 50 Sekunden. Als mögliche Ursachen für die steigende öffentliche und auch regulatorische Aufmerksamkeit für Risiken und daraus abgeleitet funktionierende Risikomanagement-Systeme können in einer ersten Sicht vor allem die stetig zunehmende Konzentration der Marktteilnehmer, wachsende Komplexität der Produkte (insbesondere Finanzprodukte), zunehmende Digitalisierung und beispielsweise die steigenden Abhängigkeiten von Dritten (z.B. aufgrund verstärkten Outsourcings von Leistungen) gesehen werden.

Andererseits sind auch die Bedrohungsszenarien vielfältiger und teilweise für den einzelnen kaum greifbar – Stichwort „Internet-Kriminalität“. Aufgrund der gestiegenen Komplexität stellt jeder Einzelne einen sehr wesentlichen „Risikoaspekt“ dar, da einerseits kleine Fehler bereits größere negative Auswirkungen zeitigen können und es zudem nicht mehr möglich ist, dass der Einzelne alle Konsequenzen seines Handelns/Unterlassens abschätzen kann.

Darüber hinaus verdeutlichen einige Vorfälle in der Vergangenheit (unabhängig von einer Branche/Lebensbereich, und auch davon, ob in Medien „transportiert“ oder ausschließlich in Fachkreisen bzw. den jeweiligen Unternehmen bekannt), dass geringfügige Fehler und Unachtsamkeit zu großen Schadenereignissen führen können bzw. führen uns diese das „tägliche Risiko“ vor Augen.

Ausgehend von der eingangs dargestellten Situation zeigt die jüngste Vergangenheit in der Finanzbranche, dass regulatorische Anforderungen an die Teilnehmer der Finanzbranche stetig im Zunehmen sind und vor allem das Ziel haben, die von dieser Branche ausgehenden Risiken sowohl für die jeweilige

Gesellschaft / Staat / Wirtschaft wie auch für den Einzelnen, der sein Gut/Vermögen diesen Akteuren anvertraut, zu strukturieren, zu kontrollieren und zu begrenzen, um umfangreiche Schadenfälle mit möglichen Schneeballeffekten zu vermeiden (Beispiel „Sub prime-Krise“).

Entsprechende Vorgaben an interne Kontroll- und Überwachungsmechanismen, striktere und umfangreiche Anforderungen an die wirtschaftliche Belastbarkeit von Finanz-Unternehmen in Krisensituationen (Stichwort BASEL – Eigenkapitalanforderungen), Stresstests, umfassende Melde-, Informations- und Aufklärungspflichten, Verpflichtung zur Vorhaltung von Business-Continuity-Maßnahmen, etc. sollen hier nur beispielsweise angeführt werden.

Als ein Akteur in der Finanzbranche sind Kapitalanlage-Gesellschaften für Immobilien-Investmentfonds unmittelbar am Kapitalmarkt aktiv und setzen Anlagestrategien für den jeweiligen Immobilien-Investmentfonds zur Erzielung der optimalen Rendite unter Einhaltung des Risikoprofils um. Dabei haben diese KAGs zusätzlich zu den allgemeinen Normen des Bankwesens (z.B.: BWG, WAG, etc.), des Gesellschaftsrechts (z.B. GmbHG) und anderen (z.B. UHG, etc.) auch zahlreiche spezielle Vorschriften bezogen auf das Geschäftsfeld des Immobilien-Investmentfonds (z.B. Immobilien Investmentfonds-Gesetz, etc.) zu beachten.

Der Gesetzgeber hat im Vergleich zu anderen Produkten mit Immobilien-Veranlagungen (z.B. Immobilien-Aktiengesellschaften, geschlossene Immobilienfonds) für das Produkt „Immobilien-Investmentfonds“ zum Schutz der Anlegerinteressen zahlreiche und detaillierte Regelungen im Zusammenhang mit den der Immobilienveranlagung inhärenten Risiken definiert, die üblicherweise der jeweilige Investor im Rahmen seiner Immobilien-Veranlagung prüft und managet. Diese Regelungen umfassen beispielsweise Mindestanzahl von zu haltenden Immobilien, Mindestliquiditätsquoten, detaillierte Vorgaben zur Bewertung von Immobilien, organisatorische Vorgaben, etc.

Aufbauend auf diesen spezifischen regulatorischen Vorgaben sollen in dieser Arbeit vor allem folgende 2 Aspekte untersucht werden:

- welchen immobilisenspezifischen Risikokategorien können die vom Gesetzgeber für Immobilieninvestmentfonds definierten Risikomanagementvorgaben zugeordnet werden, welche speziellen Zielsetzungen im Sinn des Risikosteuerung verfolgt der Gesetzgeber mit diesen und sind diese geeignet, die Zielsetzung zu erreichen?

- welche Unterschiede bezogen auf die rechtlichen Vorgaben betreffend das Risikomanagement bestehen zwischen einem Publikumsimmobilieninvestmentfonds und einem Immobilieninvestmentfonds für institutionelle Anleger?

Einleitend soll zunächst ein Verständnis zum Investmentfonds-Thema aufgebaut werden, in dem unter anderem das Produkt, die Rechtsform, der Investmentfondsmarkt und die rechtlichen Spezifika und insbesondere die Unterscheidung zwischen Publikumsfonds und institutionellem Fonds bearbeitet werden.

Der zweite Teil der Arbeit befasst sich mit dem Thema Risikomanagement. Basierend auf einer allgemeinen Beschreibung des Begriffs „Risiko“ und Grundlagen zu Risikomanagementsystemen folgen Abgrenzungen zu anderen rechtlich geforderten Kontroll- und Überwachungssystemen.

Anschließend werden die gesetzlichen Anforderungen und Themenstellungen im Zusammenhang mit dem Risikomanagementsystem einer Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaft sowohl auf Unternehmens- wie auf Produktebene dargestellt.

Aufbauend auf diesen Ergebnissen werden im dritten Abschnitt die typischen Risikokategorien beschrieben, die bei der Verwaltung von Immobilieninvestmentfonds bestehen und je Risikokategorie herausgearbeitet, ob und gegebenenfalls welche spezifischen risikobegrenzenden Parameter der Gesetzgeber vorgibt, welche Zielsetzungen von diesem verfolgt werden und welche Risikovorgaben speziell für Investoren in Publikumsimmobilieninvestmentfonds im Vergleich zu einem Anleger in einen institutionellen Immobilieninvestmentfonds normiert werden. In dem Zusammenhang soll auch evaluiert werden, in wie weit die rechtlichen Vorgaben zur Zielerreichung als passend eingestuft werden können.

In der abschließenden Schlussfolgerung werden die Ergebnisse der Ausarbeitung zusammengefasst und ein Ausblick dahingehend versucht, ob die gesetzlichen Vorgaben die angestrebten Zielsetzungen tatsächlich erreichen können.

Kapitel 2 – Immobilieninvestmentfonds in Österreich

In diesem Kapitel erfolgt eine Darstellung der unterschiedlichen Produkte der indirekten Immobilienveranlagung, die Detailbeschreibung des Produktes Immobilienfonds und des österreichischen Immobilienfondsmarktes sowie die Erarbeitung der wesentlichen Abgrenzungsmerkmale des offenen Immobilienfonds zu den weiteren angeführten Produkten der indirekten Immobilienveranlagung.

Zielsetzung ist folglich Aufbereitung der Produkt-Grundlagen für die im Kapitel 4 beschriebenen Risikoabgrenzungen.

2.1. Investmentfonds und Immobilieninvestmentfonds im Allgemeinen

Investmentfonds und Immobilienfonds sind als Veranlagungsprodukt sowohl bei Retail- wie auch bei institutionellen Investoren gefragte Produkte – was anhand der Entwicklung der Vermögenszuwächse unter Punkt „Immobilieninvestmentfondsmarkt in Österreich“ nachvollzogen werden kann.

„Fonds“ als Veranlagungsprodukte haben eine lange zurückliegende Geschichte, laut einer allgemeinen Informationsunterlage des BVI aus Deutschland wurden wesentlichen Prinzipien des Fonds (Risikostreuung, Anlegerinformationen über Prospekt, etc.) bereits Ende des 18. Jahrhunderts von einem niederländischen Kaufmann umgesetzt¹. Weitere Details zu diesem geschichtlichen Abriss sind unter der Homepage von „Fondsvermittlung24.de“² zu finden.

Gesetzlich wurden Wertpapierfonds in Form eines Spezialgesetzes erstmalig in Österreich im Rahmen des Bundesgesetzes vom 10. Juli 1963 über Kapitalanlagefonds geregelt, das Immobilien-Investmentfondsgesetz ist als Spezialgesetz seit 2003 im Verhältnis dazu sehr „jung“. In diesem Zusammenhang ist klar zu stellen, dass Immobilien bis zu diesem Zeitpunkt nicht als Asset-Klasse der „alternativen Veranlagung“ in Wertpapierfonds aufgenommen werden konnten und somit auch nicht über Anteilsscheine indirekt in offenen Investmentfonds erworben werden konnten.

¹https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Bestellcenter/BVI_4333_2017_Faktenheft_quadratisch_148x148mm_V1_0_RZ04_web.pdf

²<https://www.fondsvermittlung24.de/investmentfonds-geschichte.html>

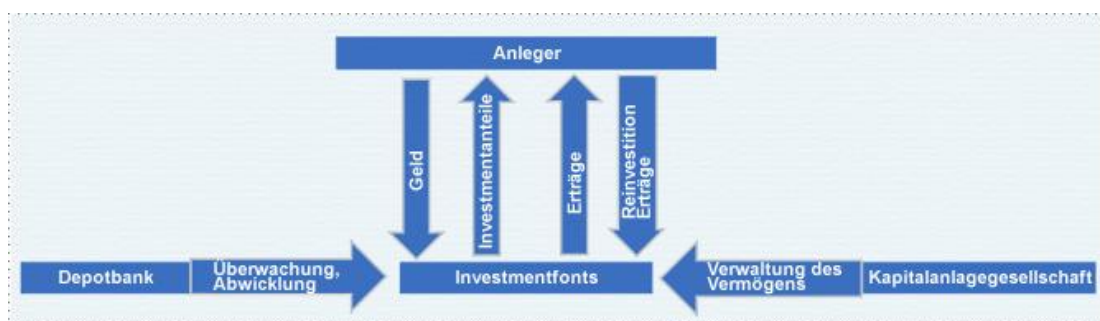
Investmentfonds und Immobilienfonds basieren auf folgenden Grundprinzipien³:

- Anleger investieren Geld in Investmentfonds, die von der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft treuhändig, ausschließlich im Interesse der Anteilhaber und nach dem Prinzip der Risikostreuung verwaltet werden.
- Die Zulassung einer Verwaltungsgesellschaft ist streng reglementiert. So ist beispielsweise auch vorgesehen, dass die Geschäftsleiter einer Verwaltungsgesellschaft vor Aufnahme der Tätigkeit eine Überprüfung durch die FMA (Fit&Proper-Test) unterliegen.
- Risikostreuung: Anleger können darauf vertrauen, dass die Verwaltungsgesellschaft die rechtlichen Mindestanforderungen der Risikostreuung und darüber hinaus auch die in den jeweiligen Fondsbestimmungen konkret ausformulierten Risikoparameter einhält. Für Wertpapierfonds ist beispielsweise definiert, dass in keinem Fall mehr als 10 Prozent des Fondsvermögens in Wertpapiere eines Unternehmens investiert werden dürfen. Diese Grenze ist bei Immobilienfonds bei 20 Prozent des Wertes je „Veranlagungsprojekt“ festgelegt.
- Basis für die Verwaltungstätigkeit bilden zusätzlich zu den jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen die für den konkreten Investmentfonds erstellten und von der Aufsicht genehmigten Fondsbestimmungen.
- Die Grundprinzipien des „Handeln im Interesse der Anteilhaber“ und der Gleichbehandlung aller Anteilsscheinhaber eines konkreten Fonds werden in zahlreichen Regelungen konkretisiert. Beispielhaft angeführt sollen das Erwerbsverbot für Organe (Geschäftsleiter und Aufsichtsräte) der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien und der Depotbank gem. §18 des ImmoInvFG werden, klare Vorgaben für Vergütungssysteme, etc.
- Das Vermögen des Investmentfonds ist insolvenzgeschützt. Es ist als Sondervermögen getrennt vom Vermögen der Verwaltungsgesellschaft zu verwahren. Gläubiger können daher bei Insolvenz der Fondsgesellschaft nicht auf die Vermögenswerte der Fonds zur Hereinbringung ihrer Konkursforderungen „zugreifen“.
- Depotbank: von der Verwaltungstätigkeit getrennt übernimmt die Depotbank unter anderem die sichere Verwahrung der Vermögenswerte, sorgt für die tägliche Preisfestsetzung und überwacht darüber hinaus die Handlungen der Verwaltungsgesellschaften im Interesse der Anteilhaber.

³ <https://www.fma.gv.at/investmentfonds-und-verwaltungsgesellschaften/> und <https://www.bvi.de/kapitalanlage/privatanleger/vermoegensaufbau-mit-fonds/vorteile-von-fonds/>

- Aufsicht: Kapitalanlagegesellschaften und offene Investmentfonds zählen zu den am stärksten regulierten Kapitalanlageprodukten.
- „Mit dem Kauf von Investmentfondsanteilen wird der Anleger Miteigentümer am Fondsvermögen und hat einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung und Anteilsrückgabe zum jeweils gültigen Rücknahmepreis. Der Anteilswert bemisst sich nach dem Wert des gesamten Fondsvermögens dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile. Das Sondervermögen steigt durch neue Einlagen von Anlegern und durch Kurs-, Dividenden- oder Zinsgewinne, umgekehrt fällt es durch Rückerstattung von Anteilen oder durch Verluste“.⁴
- Umfangreiche Berichtspflichten, Transparenz und somit Vergleichbarkeit der verrechneten Kosten mit anderen Anbieter oder auch anderen Kapitalmarktprodukten sowie einheitliche Branchenstandards (z.B. Performance-Berechnungsmethoden lt. OeKB) stellen weitere Grundpfeiler dieser Investmentprodukte dar.

Unten stehende vereinfachte Darstellung soll die grundsätzliche Funktionsweise des Investmentfondsgeschäfts wie nachstehend erläutern:



Quelle: https://www.oenb.at/docroot/risiko_ertrag/wissensboerse/factsheets-investmentfonds.html

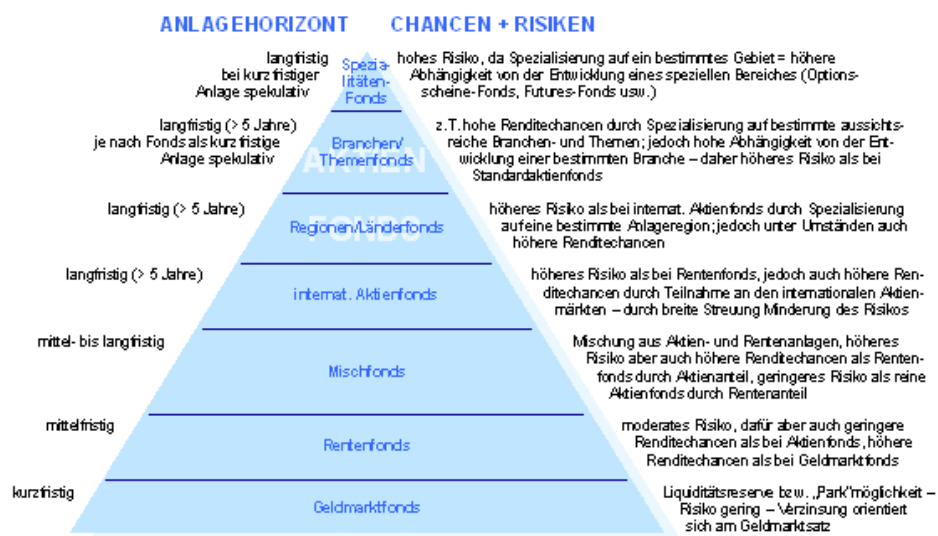
Abb. 1 Schaubild Sondervermögen und Beteiligte

Spezialthema „ETFs“: In letzter Zeit werden zunehmend Kapitalmarktprodukte angeboten, die nicht mehr aktiv gemanagt werden, sondern die einem gewissen Basiswert (z.B. Index) so weit möglich nachgebildet werden. Im Bereich der Investmentfonds sind hier die ETFs (Exchange Traded Funds) anzuführen. ETFs sind an der Börse gehandelte offene Investmentfonds und folgen daher dem rechtlichem Regime dieses Kapitalmarktproduktes. Der wesentliche Gegensatz zu aktiv gemanagten Fonds besteht darin, dass Exchange Traded Funds hauptsächlich passiv gemanagt werden. Da kein spezialisierter Fondsmanager damit beschäftigt

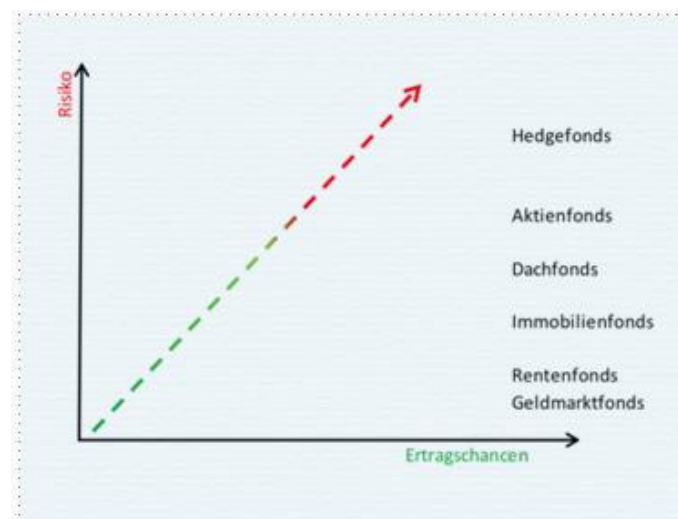
⁴ https://de.wikipedia.org/wiki/Offener_Investmentfonds

ist, den Fonds permanent zu kontrollieren und aktiv, der jeweiligen Marktsituation anzupassen, fällt die Verwaltungsgebühr für ETFs in der Regel deutlich niedriger aus als bei anderen Investmentfonds. Ein weiterer Vorteil besteht darin, dass bei Kauf der Fondsanteile über die Börse lediglich die Kosten für Kauf und Verkauf von Wertpapieren über die Börse ohne Ausgabeaufschlag zu entrichten sind.

Abschließend zu den allgemeinen Aussagen betreffend Investmentfonds sollen in unten stehenden Abbildungen Einteilungsmöglichkeiten nach den mit der jeweiligen Fondsart verbundenen Chancen/Risiken dargestellt werden.



Quelle <http://www.nvfv.de/newsite/graphics/pyramide.gif>⁵
Abb. 2 Einteilung Wertpapierinvestmentfonds nach Anlagehorizont und Chancen/Risiken



Quelle https://www.oenb.at/docroot/risiko_ertrag/wissensboerse/factsheets-investmentfonds.html⁶
Abb. 3 Einteilung Wertpapierinvestmentfonds nach Ertragschancen und Risiken

⁵ Vgl. <http://www.nvfv.de/newsite/graphics/pyramide.gif>

Nach allgemeinen Aussagen zu Wertpapierfonds sollen hier noch abschließend allgemeine und kurze Informationen **zu offenen Immobilienfonds** folgen. Details zu Immobilienfonds werden in den jeweiligen späteren Kapiteln behandelt:

„Immobilienfonds investieren z.B. in Wohn- und/oder Gewerbeimmobilien mit verschiedenen Charakteristiken (z.B. Größe, Standort, Nutzungsart, Branche der Mieter). Zur Wertentwicklung tragen Miet- und Zinseinnahmen sowie die Wertsteigerungen der Immobilien bei. Der Wert des Immobilienbesitzes wird in der Regel durch Gutachten bestimmt. Erst beim Verkauf eines Immobilienobjekts kann der tatsächliche Wert für die Berechnung des Rückkaufpreises herangezogen werden.“⁷

2.2. Nationale und internationale rechtliche Rahmenbedingungen

Für die Verwaltung von offenen Immobilienfonds gelten, wie bereits an anderer Stelle ausgeführt, zahlreiche Regelungen.

Nationale rechtliche Grundlagen für das Immobilienfondsgeschäft sind das „Immobilien-Investmentfondsgesetz“ (kurz „ImmoInvFG“) in der aktuellen Fassung vom 1.9.2011 sowie das „Alternativen Investmentfonds Manager-Gesetz“ aus 2013, (kurz „AIFMG“). Das AIFMG basiert auf der EU-Richtlinie „über Verwalter alternativer Investmentfonds“ (Richtlinie 2011/61/EU bzw. „AIFM-Richtlinie“) und ist im Zusammenhang mit der Delegierten VO 231/2013 zu sehen.

Die Verwaltung von offenen Immobilienfonds ist ausschließlich Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien (kurz „ImmoKAG“) vorbehalten. §2 Abs. 1 des ImmoInvFG spricht davon, dass „ein AIFM (§2 Abs. 1 Z2 AIFMG), der zur Verwaltung von Immobilienfonds berechtigt ist (§1 Abs.1 Z 13a BWG)... eine Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien“ ist „und unterliegt den Vorschriften dieses Bundesgesetzes“. Die ImmoKAG ist daher eine Spezialbank entweder in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder einer Aktiengesellschaft, der eine Konzession als Alternativer Investmentfonds Manager (im speziellen für das Immobilienfondsgeschäft) gemäß ImmoInvFG (§2 Abs. 1

⁶ Vgl. https://www.oenb.at/docroot/risiko_ertrag/wissensboerse/factsheets-investmentfonds.html

⁷ https://www.oenb.at/docroot/risiko_ertrag/wissensboerse/factsheets-investmentfonds.html

ImmoInvFG iVm §1 Abs. 1 Z 13a BWG) sowie entsprechend §3 Z 1 AIFMG und §6 AIFMG erteilt wurde.

Im Sinn einer negativen Abgrenzung soll hier festgehalten werden, dass das Immobilieninvestmentfondsgeschäft nicht den OGAW/UCITS-Richtlinien unterliegt.

Zusätzlich zu den oben angeführten rechtlichen Grundlagen für das Immobilienfondsgeschäft sind folgende Normenbereiche relevant:

Bankenrechtliche Normen:

- BWG
- WAG/MIFID II (je nach Umfang der angestrebten Tätigkeit und Konzession)
- KMG (für Veröffentlichung von Prospekten)

Aufsichtsrechtliche Normen

- Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz
- Immobilienfonds-Prospektinhalt-Verordnung der FMA
- Alternative Investmentfonds Manager-Meldeverordnung (AIFM-MV)
- Sonderkreditinstitute-Eigenmittelmeldeverordnung
- Immobilienfonds-OTC-Derivate-Gegenpartei-Verordnung
- AIF-Warnhinweisverordnung
- FMA-Gebührenverordnung
- FMA-Kostenverordnung 2016

Sonstige Regelungen mit „normativem Charakter“

- FMA Mindeststandards/Leitlinien: diese sind Detailausarbeitungen der FMA zu bestimmten Regelungen und geben die Interpretation und Sichtweise der FMA wieder. Die Auslegungen sind rechtlich nicht verpflichtend, ein Abweichen erfordert jedoch entsprechende Begründungen.

Es ist selbstredend, dass für Verwalter von Immobilienfonds zusätzlich zu den für das Immobilienfondsgeschäft maßgeblichen Rechtsvorschriften zahlreiche „allgemeine Rechtsnormen“ verbindlich sind.

Diese Rechtsvorschriften betreffen beispielsweise folgende Themenbereiche

- „Unternehmensorganisation“ (GmbHG, AktG, Rechnungslegungsgesetz, ...)
- „Betrieb des Unternehmens“ (AngG, SozVersG,)
- diverse Steuergesetze
- etc.

Eine abschließende und weitergehende Aufzählung der „allgemeinen“ Rechtsvorschriften ist für diese Arbeit nicht zielführend und auch nicht möglich.

Abschließend soll hier auch noch klargestellt werden, dass Immobilienfonds nicht unter das Regime des Alternativfinanzierungsgesetzes fallen, da diese Produkte dezidiert vom Geltungsbereich ausgeschlossen sind (§1 Abs. 2 AltFG aus 2015).

2.3. Arten von Immobilieninvestmentfonds gem. ImmoInvFG

§1 Abs. 1 definiert Immobilienfonds als „ein überwiegend aus Vermögenswerten im Sinne des §21 bestehendes Sondervermögen, das in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt“.

§1 Abs. 1a stellt klar, welche Regelungen des ImmoInvFG auf Sondervermögen für den Vertrieb an Privatkunden (gemäß der Definition des AIFMG) anzuwenden sind.

Bei diesen beiden Absätzen gibt es keine inhaltlichen Einschränkungen hinsichtlich der Anteilsinhaber des Fonds, somit können die Immobilienfonds gem. §1 Abs. 1 und Abs. 1a von allen Personen (natürliche/juristische) gezeichnet werden – im Sprachgebrauch hat sich daher der Begriff Publikumsfonds etabliert.

§1 Abs. 3 definiert: „Ein Immobilienspezialfonds ist ein Sondervermögen gemäß Abs. 1, dessen Anteilscheine auf Grund der Fondsbestimmungen jeweils von nicht mehr als zehn Anteilhabern, die der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien bekannt sein müssen und die keine natürliche Personen sind, gehalten werden. Als ein solcher Anteilhaber gilt auch eine Gruppe von solchen Anteilhabern, sofern sämtliche Rechte dieser Anteilhaber im Verhältnis zur Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien einheitlich durch einen gemeinsamen Vertreter ausgeübt werden.“

Das wesentliche Unterscheidungskriterium zwischen Publikums- und Spezialfonds ist somit der „Anteilhaber“:

- Dieser darf bei Spezialfonds ausschließlich eine juristische Person sein. Darüber hinaus bestehen keine weiteren rechtlichen Einschränkungen/Vorgaben (z.B. hinsichtlich Personen/Kapitalgesellschaft, öffentlich rechtliche/privatrechtliche juristische Person, etc.).
- Es gibt eine klare Vorgabe der maximal zulässigen Anzahl der Anteilhaber je Spezialfonds sowie die Normierung, dass die Anteilsscheine als „Namenspapiere“ ausgegeben werden.

Bereits in §1 Abs. 3 wird – wie noch später in dieser Arbeit detailliert ausgeführt - die inhaltliche Differenzierung des Gesetzgebers zwischen Publikums- und Spezialfonds erstmals erwähnt und auch die Zielsetzung klar: institutionelle Investoren haben die Möglichkeit, alle veranlagungsspezifischen Themenstellungen mit dem Produktanbieter in einem eigenen Vertrag zu regeln – die Schutznormen sollen daher auf ein Mindestmaß reduziert werden.

Der Blick auf die Marktstatistik für Immobilienfonds von österreichischen KAGs mit Stichtag 31.2.2018 zeigt ein überaus interessantes Ergebnis:

Verwaltetes Fondsvermögen nach AIFM / Immobilien-KAG in EUR Mio / Stichtag 31.1.2018						
KAG	Anzahl verwaltete Immobilienfonds	Volumen gesamt (Publikums- und Spezialfonds)	Volumen Publikumsfonds	Anteil PF an Gesamtvolumen	Volumen Spezialfonds	Anteil SpF an Gesamtvolumen
Bank Austria Real Invest Imm.-Kapitalanl. GmbH	2	3.477,1	3.477,1	46%		0%
ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.	3	1.877,0	1.842,0	25%	35,0	0%
Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H.	3	412,0	77,0	1%	335,0	4%
Semper Constantia Immo Invest GmbH	4	948,1	810,0	11%	138,1	2%
Union Investment Real Estate Austria AG	1	776,4	776,4	10%		0%
Summe	13	7.490,53	6.982,46	93,2%	508,07	6,8%

Quellen: VÖIG, FMA⁸ und Homepages der jeweiligen Anbieter; eigene Darstellung
 Abb. 4 Absolute und relative Aufteilung des Fondsvolumens nach Fondsarten Immobilienfonds in AUT

Die Abbildung soll wie folgt näher ausgeführt werden:

- Mit nur knapp 7% Anteil und mit EUR Mio. 473 Volumen sind Spezialfonds unüblich niedrig. Vor allem der Vergleich zu den Daten der österreichischen WertpapierKAGs (siehe Abbildung 5 unten) zeigt diesen „Schiefstand“. Hier liegen Publikumsfonds (ca. 51,5%) und Spezialfonds (ca. 48,5%) bezogen auf das Volumen beinahe „gleichauf“. Auch die absolute Fondsanzahl bei Spezialfonds liegt mit absolut 875 bzw. lediglich mit ca. 13% unter der Anzahl der Publikumsfonds (1.131).
- Von 5 der österreichischen KAGs haben seit In-Krafttreten des ImmoInvFG 2003 und dem AIFMG 2013 bis Ende 2017 lediglich 3 KAGs Immobilien-Spezialfonds gem. §29 AIFMG iVm ImmoInvFG aufgelegt. Details dazu siehe Abbildung 6 unten.

⁸ <https://www.fma.gv.at/wp-content/uploads/dynamic-downloads/immoinland.pdf>

- Auffallend ist zudem, dass bei Raiffeisen das Volumen des Spezialfonds höher ist als das Volumen des Publikumsfonds. In aktuell verfügbaren öffentlichen Informationen im Internet wird auf eine 2016 begonnene Restrukturierung des Publikumsfonds hingewiesen.

Fondsvolumina Wertpapierfonds nach Zielgruppen, Stichtag 31.1.2018				
	in Mio. €	Anteil in %	Anzahl Fonds gesamt	Anzahl in Relation zu Gesamtzahl
Publikumsfonds	90.960,1	51,5%	1.131	56,4%
Spezialfonds	85.662,9	48,5%	875	43,6%
	176.623,0		2.006	

Quelle: VÖIG; eigene Darstellung

Abb. 5 Fondsvolumina Wertpapierfonds nach Zielgruppen in AUT

Österreichische Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften mit deren in Österreich zurzeit zugelassenen Immobilienfonds

KAG	Fonds	GZ	Fondsart	Depotbank
Bank Austria Real Invest Immobilien-Kapitalanlage GmbH Lassallestraße 5 1020 Wien	REAL INVEST Austria	25 1101	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	UniCredit Bank Austria AG
	REAL INVEST Europe	25 1102	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	UniCredit Bank Austria AG
ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Am Belvedere 1 1100 Wien	ERSTE IMMOBILIENFONDS	25 1601	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	Erste Group Bank AG
	ERSTE RESPONSIBLE IMMOBILIENFONDS	25 1602	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	Erste Group Bank AG
	Immobilienfondsspezialfonds 01	25 2101	§ 29 AIFMG IVm § 1 Abs. 3 ImmolvFG	Erste Group Bank AG
Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. Mooslackengasse 12 1190 Wien	R 320-Fonds	25 2801	§ 29 AIFMG IVm § 1 Abs. 3 ImmolvFG	Raiffeisen Bank International AG
	Raiffeisen-Immobilienfonds	25 1401	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	Raiffeisen Bank International AG
	Valida Residential I	25 2802	§ 29 AIFMG IVm § 1 Abs. 3 ImmolvFG	Raiffeisen Bank International AG
Semper Constantia Immo Invest GmbH Teinfaltstraße 4 1010 Wien	fair-finance real estate	25 1306	§ 48 AIFMG IVm § 1 Abs. 3 ImmolvFG	SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AKTIENGESELLSCHAFT
	SemperReal Deutschland	25 1308	§ 29 AIFMG IVm ImmolvFG	SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AKTIENGESELLSCHAFT
	SemperReal Estate	25 1301	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AKTIENGESELLSCHAFT
	VBV VK SR Immobilienfonds	25 1307	§ 29 AIFMG IVm § 1 Abs. 3 ImmolvFG	SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AKTIENGESELLSCHAFT
	immofonds 1	25 1501	§ 48 AIFMG IVm ImmolvFG	VOLKSBANK WIEN AG
Union Investment Real Estate Austria AG Schottenring 16 1010 Wien				

Quelle: FMA; eigene Darstellung

Abb. 6; zugelassene Immobilienfonds der österreichischen KAGs

Aus Sicht des Autors kann die niedrige Anzahl an Immobilien-Spezialfonds in Österreich auf folgende Punkte zurückgeführt werden:

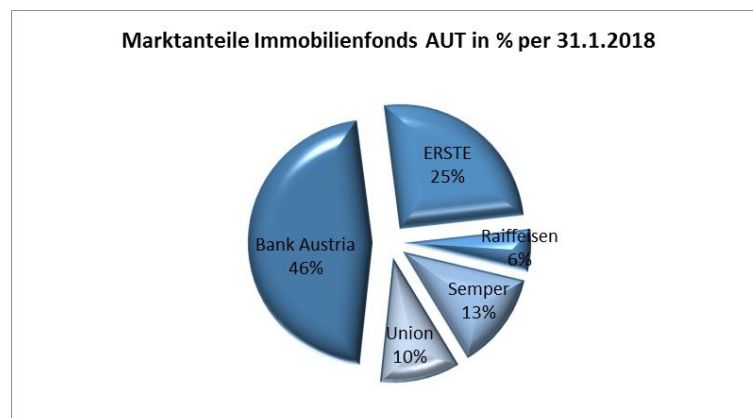
- Der Mehrwert der Fondskonstruktion für Immobilienveranlagungen gegenüber anderen Veranlagungsmöglichkeiten (inkl. dem Eigenmanagement) ist noch nicht etabliert.

- Institutionelle Investoren verfügen zumeist über eigenes spezielles Know how im Bereich Immobilien (entweder aufgrund des jeweiligen Geschäftsgegenstands oder aufgrund des eigenen Immobilienbestands).
- Bisherige Performance-Ergebnisse, Kosten für die Fondskonstruktion (Management, Aufsicht, Depotbank, ...) sowie keine unmittelbare Steuerungsmöglichkeit für die Immobilieninvestitionen scheinen wesentliche „Bremsen“ für das Produkt in Österreich zu sein.

2.4. Immobilieninvestmentfondsmarkt in Österreich

Der österreichische Markt für Immobilieninvestmentfonds entsprechend dem ImmoInvFG ist sehr übersichtlich. Es gibt aktuell 5 österreichische KAGs als Anbieter. Vier von diesen Spezialbankinstituten bieten das Produkt seit dem In-Kraft-Treten des entsprechenden Gesetzes 2003 an, der fünfte Anbieter hat dieses Produkt 2008 in sein Portfolio aufgenommen.

Alle Anbieter sind zudem „Schwestergesellschaften“ bestehender österreichischer Wertpapier-Kapitalanlage-Gesellschaften.

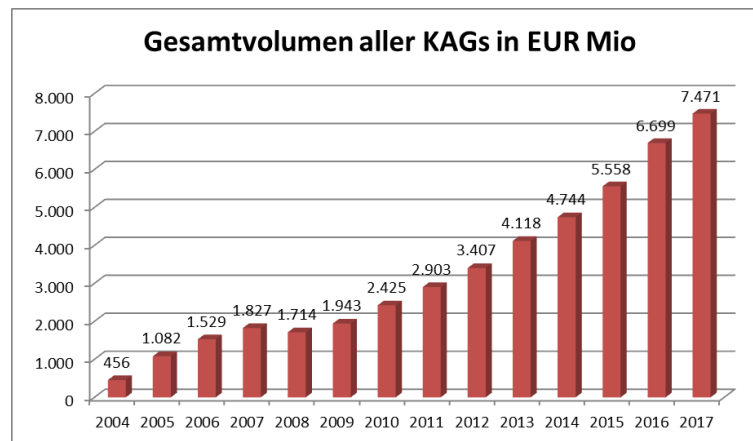


Quelle VÖIG

Abb. 7; Marktanteile der 5 österreichischen Immobilien KAGs, eigene Darstellung

Das Volumen mit aktuell ca. EUR 7,5 Mrd.⁹ hat seit In-Kraft-Treten in den letzten 13 Jahren eine durchschnittliche Steigerungsrate von ca. 27%, nimmt man die ersten beiden Jahre mit +137%/+ 41% und das Jahr des Börsencrash 2008 mit -6% heraus, so bleiben dennoch Steigerungsraten von 18% p.a. im Durchschnitt.

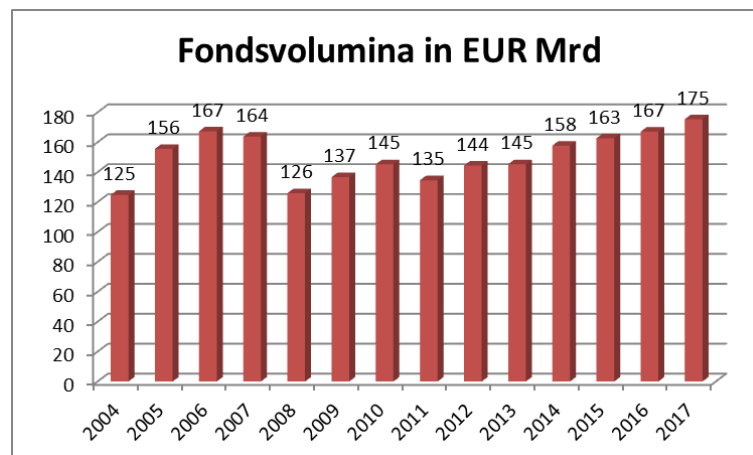
⁹ Stichtag Ende Dezember 2017, Publikums- und Spezialfonds, Quelle VÖIG



Quelle: VÖIG

Abb. 8, Entwicklung Gesamtvolumen öster. Immobilien-Investmentfonds, eigene Darstellung

Ein Blick auf den Wertpapier-Investmentfondsmarkt in Österreich auf die von den österreichischen KAGs aufgelegten Investmentfonds (exkl. Immobilien-Investmentfonds) unterstreicht das hohe Investoren-Interesse an offenen Immobilienfonds. So kann zwar im selben Zeitraum für Wertpapierfonds im Durchschnitt ein Wachstum von ca. 3% p.a. festgestellt werden. Die im Vergleich zu den Immobilienfonds niedrigere Steigerung sowie die Einbrüche 2008 und 2011 zeigen klar die höhere Korrelation des Produktes Wertpapierfonds zum Kapitalmarkt auf.



Quelle: VÖIG

Abb. 9 Gesamtvolumen öst. Wertpapier-Investmentfonds nach InvFG, eigene Darstellung

Aus Sicht des Autors ist in naher Zukunft unter den aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen nicht mit einer weiteren österreichischen Immobilien KAG zu rechnen.

Zum einen ist der regulatorische Aufwand für die Gründung und den laufenden Betrieb einer Immobilien KAG sehr hoch und sind zudem die Volumina je Gesellschaft eher niedrig.

Darüber hinaus werden am Kapitalmarkt zahlreiche weitere Produkte mit indirekten Immobilien-Veranlagungen und interessanten Kosten/Ertragschancen angeboten, sodass aufgrund der oben bereits zitierten hohen regulatorischen Anforderungen ein positiver Business-Case schwierig zu erreichen sein wird und somit die Wahrscheinlichkeit einer Neugründung einer Immobilien KAG eher gering ist.

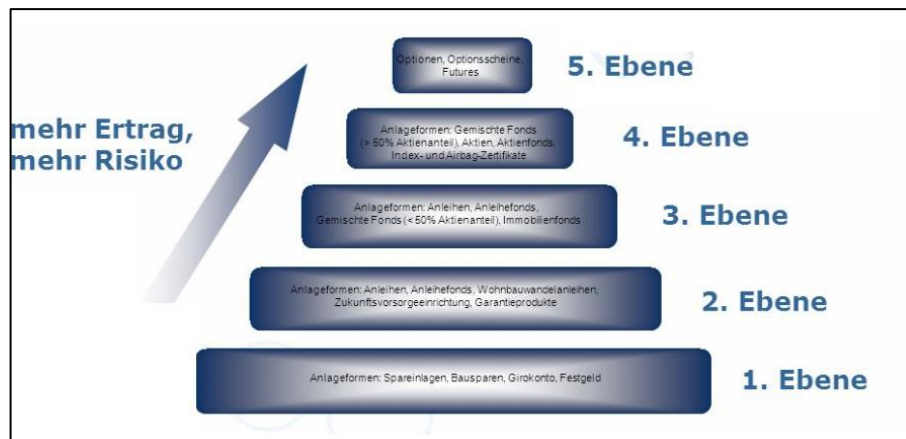
2.5. Einteilungsmöglichkeiten des Kapitalmarktproduktes

2.5.1. Anlage-Pyramide

Eine erste grundsätzliche Klassifizierung der am Kapitalmarkt angebotenen Produkte – und folglich auch des Immobilienfonds – kann auf Basis der sogenannten Anlagepyramide erfolgen. Zielsetzung dieser Form der Darstellung ist es, potentiellen Investoren auf sehr vereinfachte Weise die Abhängigkeit von Risiko/Ertrag bezogen auf das jeweils korrespondierende Produkt zu vermitteln. Der Terminus Technicus „Anlagepyramide“ ist in der Finanzwelt etabliert, wird insbesondere in Beratungsunterlagen/gesprächen für Retailkunden verwendet, ist jedoch rechtlich nicht definiert. Das hat zur Konsequenz, dass die Anzahl der Pyramiden-Stufen sowie die Zuordnung einzelner Produkte zu den Klassen nicht einheitlich sind. So sind beispielsweise die Pyramiden im genossenschaftlichen Sektor grundsätzlich in 5 Stufen aufgebaut, die Zuordnung der Produkte erfolgt jedoch unterschiedlich. So ordnet beispielsweise die Volksbank Wien Staatsanleihen mit bester Bonität der Grundstufe zu. In diese Grundstufe werden bei Raiffeisen „Anlage- und Sparprodukte wie Sparbuch, Bausparen und Raiffeisen Online Sparen“ abgebildet, jedoch keine Staatsanleihen¹⁰.

Immobilienfonds werden von Volksbanken in Stufe 3 gereiht (siehe Abbildung 1), von Raiffeisen werden Immobilienfonds in der von dieser dargestellten Einteilung nicht erwähnt.

¹⁰ https://www.raiffeisen.at/oesterreich/1006622331426_650527186540578856_650527395651799139-12486066852295790-NA-30-NA.html oder <https://www.volksbank.at/private/veranlagen/anlagepyramide>



Quelle: <https://www.volksbank.at/private/veranlagen/anlagepyramide>

Abb. 10: Anlagepyramide Volksbank – Stufe 3 erwähnt Immobilienfonds

Auch internationale Anlagepyramiden folgen ebenso größtenteils dem 5-stufigen Aufbau. Als Beispiel dafür ist in Abbildung 2 die Anlagepyramide von TELETrader ¹¹ angeführt. In der Gliederung der Produkte je Pyramidenstufe ist diese Aufstellung detaillierter.

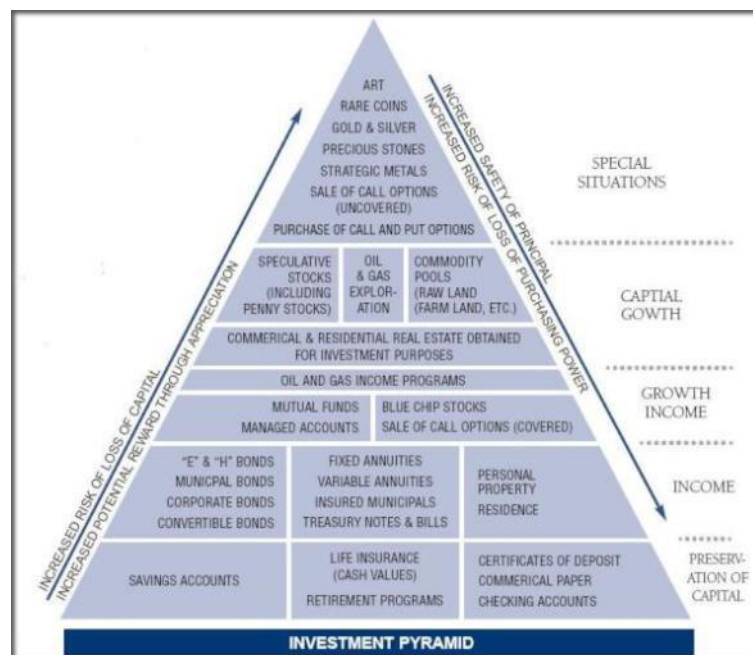


Abb. 11: Anlage-Pyramide – international 5 stufig

Im Unterschied zu den bisher zitierten Einteilungen folgt unten stehende von Benefitsplan einer 3-stufigen Kategorisierung ¹²

¹¹ <https://trader2trader.co/tag/types-of-investments/>

¹² http://www.benefitplans.com/images/20101005_invstprmd.jpg

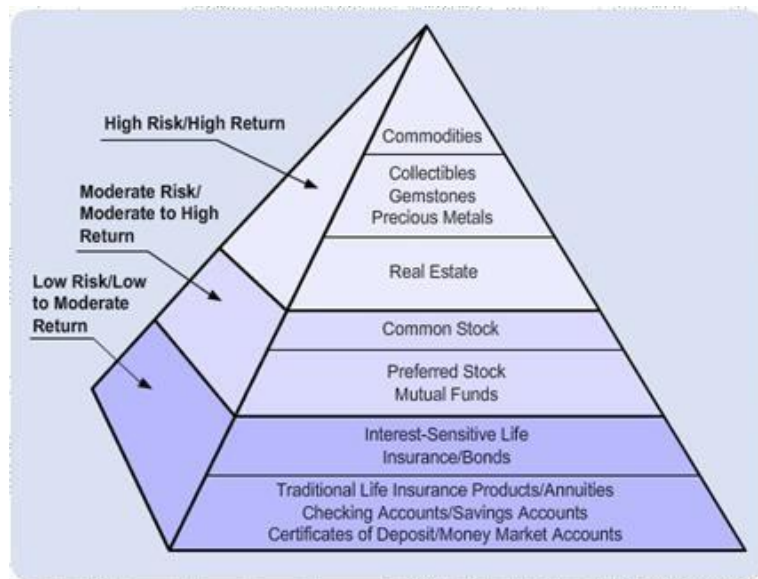


Abb. 12: Anlage-Pyramide – international 3- stufig

Zusammenfassend lässt sich zum ersten „Einteilungsversuch“ feststellen, dass auf Basis von „Anlage-Pyramiden“ Investmentfonds (und wenn in den Pyramiden erwähnt auch Immobilieninvestmentfonds) unter Risiko/Ertragsgesichtspunkten als Kapitalmarktprodukt mit moderatem Risiko und moderaten Ertragschancen gewertet werden. Hier ist aus Sicht des Autors zu betonen, dass diese Einteilung stets im Verhältnis zu den Risiken mit allen anderen Kapitalmarktprodukten zu sehen ist und ausschließlich eine erste Orientierung darstellt.

2.5.2. Direkte/indirekte bzw. individuelle / kollektive Immobilienveranlagungen

Eine weitere Differenzierung von Immobilienveranlagung ist die Einteilung nach direkter/indirekter bzw. nach individueller/kollektiver Veranlagung.

Die individuellen und/oder direkten Veranlagungen zeichnen sich dadurch aus, dass der Investor unmittelbar dem gesamten Risikouniversum des jeweiligen Immobilien-Investments ausgesetzt ist. Rechtlich gesehen ist der Investor zumeist im Grundbuch als Eigentümer eingetragen.

Beispiele für diese Gruppe sind: Eigentum an unbebauten Grundstücken oder Eigentum an zu entwickelnden Objekten (Stichwort „Rohdachboden“), Eigentum an bebauten Grundstücken und Objekten wie z.B. Eigentumswohnungen/Häuser, Vorsorgewohnung, Zinshaus. Dieser Kategorie zuzuordnen sind auch eigentumsgleiche Rechte, wie beispielsweise Baurechte oder Superädifikate.

Sehr allgemein gesehen zeigt die individuelle/direkte Veranlagung folgende Vorteile:

- der Investor hat Entscheidungshoheit über das konkrete Investitionsobjekt, über Zeitpunkt des Erwerbs, des Verkaufs, der Verwertung, der Gestaltung und der Nutzung
- die Erträge und die Wertentwicklung fließen unmittelbar dem Investor zu und werden nicht durch Kosten etwaiger Intermediäre (Verwalter, Banken, ...) gemindert.

Aus Sicht des Autors sind vor allem folgende Schwierigkeiten bzw. spezielle Anforderungen bei den individuellen/direkten Veranlagungen zu berücksichtigen:

- um direkte Immobilienveranlagungen umsetzen zu können ist spezialisiertes Know How erforderlich. Dieses ist bereits bei einfach anmutenden Themenstellungen wie z.B. dem Kauf eines unbebauten Grundstücks, erforderlich, da zusätzlich zu den Parteien des Kaufvertrags zahlreiche weitere Akteure (Grundverkehrsbehörde, Notar, Grundbuchsgericht, Finanzamt, ...) teilnehmen und rechtliche Rahmenbedingungen teilweise sehr komplex sind (z.B. Umsatzsteuerregelungen, etc.).
- der Transaktionsprozess (Kauf, Verkauf) ist mit hohem Risiko, zumeist für Einzelanleger mit beträchtlichen Erstinvestitionskosten sowie hohen Nebenkosten verbunden. Diese Nebenkosten sind nicht werterhöhend und müssen daher über eine längere Behaltdauer oder gegebenenfalls einen höheren zukünftigen Verkaufspreis erst wieder „verdient“ werden.
- Die Feststellung des Wertes des Investitionsobjektes ist bei direkten Veranlagungen großteils mit Kosten und einem gewissen zeitlichen Aufwand verbunden.
- als sehr wesentlicher Punkt ist aus Sicht des Autors das Wertverlustrisiko des jeweiligen Investors zu sehen. Der Eintritt eines totalen Verlustes des investierten Kapitals stellt das worst-Szenario dar. Es kann zum einen darin liegen, dass vertraglich vereinbarte Rechtspositionen nicht durchgesetzt werden können und dass die eventuell ohne die erforderlichen Sicherungssysteme (Zwischenschaltung eines Treuhänders) getätigte Kaufpreiszahlung rechtlich zwar rückgefordert werden kann, aufgrund Insolvenz oder anderer Umstände des Verkäufers faktisch nicht mehr durchsetzbar ist. Realistischer Szenarien sind Mängel beim Vertragsgegenstand, auf die der Verkäufer möglicherweise sogar hingewiesen und diese dann ausgeschlossen hat, vom Käufer aber als nicht wesentlich erkannt wurden. Diese Szenarien

können zu hohen Zusatzinvestitionen führen, oder auch dazu, dass das Objekt nicht dem gedachten Zweck (z.B: einer Vermietung) zugeführt werden kann.

- Aus Sicht des Autors stellt das persönliche Haftungsrisiko des Investors einen sehr wesentlichen Unterschied zu mittelbaren/kollektiven Immobilienveranlagungen dar. Bekannterweise bedingt Eigentum an Immobilien auch zahlreiche Verpflichtungen. Verletzungen dieser Verpflichtungen können zu Schadenersatzforderungen führen, die je nach Verschulden des Eigentümers möglicherweise nicht durch eine Haftpflichtversicherung gedeckt sind. Dies kann zur Konsequenz führen, dass das persönliche Vermögen des Investors als Haftungskapital herangezogen wird, was je nach Höhe des Schadens auch den Wert der direkten Veranlagung übertreffen kann.
- Da zumeist Fremdmittel zur Finanzierung für direkte/individuelle Veranlagungen erforderlich sind, stellen die Kosten für die Finanzierung, Zinsänderungsrisiken und je nach gewählter Kreditform auch weitere Risiken (Währungsrisiko) zusätzliche Themenstellungen dar.

Die Einschätzung der Vor- und Nachteile für kollektive/mittelbare Immobilieninvestitionen bezieht folgende Kapitalmarktprodukte mit ein: geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds, Immobilienaktien, Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug sowie Zertifikate (=strukturierte Produkte mit Immobilienbezug, z.B. auf Basis eines Immobilien-Börse-Indices). Auch in diesem Zusammenhang muss betont werden, dass die Feststellungen erste Anhaltspunkte darstellen und zudem aufgrund der Unterschiede zwischen den mittelbaren Immobilienveranlagungsprodukten eher allgemein gehalten werden

Vorteile:

- Investitionen in kollektive Produkte sind für Investoren größtenteils bereits mit niedrigen Beträgen möglich, bei allen Produkten, vor allem bei geschlossenen Immobilienfonds, Immobilienspezialfonds und Anleihen mit Immobilienbezug werden jedoch oft hohe Mindestbeträge vorausgesetzt. In diesem Zusammenhang ist natürlich zu erwähnen, dass Voraussetzung für das Angebot durch Emittenten ein gewisses Mindestvolumen ist, da die Gestehungskosten für diese Kapitalmarktprodukte sehr hoch sind. Es kann angenommen werden, dass beispielsweise durch Vertriebspartner ein

gewisses Anfangskapital übernommen wird, dieses wird dann von den Vertriebspartnern mit dem Ansteigen des von Investoren investierten Kapitals sukzessive abgeschichtet. Nicht unerwähnt sollen zudem die teilweise hohen einmaligen Gebühren im Rahmen der Erstinvestition bleiben.

- Fungibilität der Anteile: ein wesentlicher Vorteil ist die einfache Handelbarkeit der Anteile. Es gibt zwar bei geschlossenen Fonds sowie bei zahlreichen Anleihenveranlagungen zahlreiche vertragliche Regelungen zur Mindestbeholdendauer, die eine Übertragung/Kündigung beinahe nicht möglich machen. Wesentliche Eigenschaft für Immobilien-Aktieninvestments und offenen Immobilienfonds ist (bis auf wenige Ausnahmen) die tägliche Handelbarkeit der Anteilsscheine – großteils über detaillierte geregelte Märkte (Börsen) bzw. auch Dritte (Depotbanken).
- Voraussetzung für die einfache Fungibilität sind stetig aktuelle Preise, die für alle indirekten Anlagen über die oben angeführten Verkaufsplattformen bzw. Dritte ermittelt und zur Verfügung gestellt werden.
- „Profis“ mit dem jeweiligen Fachwissen sind rechtlich (sehr unterschiedliche Regelung je Produkt) verpflichtet, die Veranlagung, Verwaltung und alle weiteren Punkte (beispielsweise Fremdfinanzierungen) für die Investoren objektiv und im Interesse der Investoren wahrzunehmen. Sehr unterschiedlich geregelt und kontrolliert werden zudem die Vorschriften bei Interessenskollisionen zwischen Anlegern und Produkthanbieter. Derartige Vorschriften wären natürlich für direkte Immobilien-Investitionen obsolet.
- Diversifikation: aufgrund der größeren Anzahl der Investoren/Mittel und damit verbunden auch der Möglichkeit, in Objekte nach unterschiedlichen Risikogesichtspunkten (regional, Objekttype, etc.) zu veranlagen, kann eine breitere Risikostreuung erreicht werden. Größere Einschränkungen zu diesem Punkt können bei geschlossenen Immobilienfonds sowie Anleihen mit Immobilienbezug bestehen.
- Dem Grunde nach positiv zu sehen sind die internen wie externen Aufsichts- und Organisationspflichten für die Produkthanbieter, die jedoch für die angeführten kollektiven Veranlagungen sehr unterschiedlich geregelt sind.
- hinsichtlich des Risikos des Wertverlustes bis zum gänzlichen Ausfall der Veranlagung besteht der Vorteil darin, dass bei den meisten Produkten umfassende Risikohinweise und Informationen für die Investoren rechtlich verpflichtend zur Verfügung zu stellen sind. Der Investor kann daher auf

objektiv nachvollziehbare Klassifizierungen zurückgreifen und entscheiden, ob die konkrete Veranlagung mit seinem Risikoprofil zusammenpasst.

- Haftung: ein wesentlicher Vorteil ist die Beschränkung des „Verlustrisikos“ auf das investierte Kapital, eine darüber hinausgehende Haftung wie bei direkten Veranlagungen ist rechtlich nicht vorgesehen und auch nicht möglich. Ein wesentliches Kennzeichen der indirekten Veranlagungen ist ja, dass Investoren keinen Einfluss auf die konkreten ausführenden Tätigkeiten des Produktanbieters haben.

Die Nachteile der indirekten Immobilienveranlagungen stellen aus Sicht des Autors ein „Spiegelbild“ der Vorteile der direkten Veranlagungen dar:

- die in den Produkte gehaltenen Immobilienveranlagungen sind entweder mit bereits vordefinierten Asset-Listen durch Investoren überhaupt nicht beeinflussbar (= geschlossene Immobilienfonds) und somit faktisch ausgeschlossen. Bei Aktien- und Anleihen-Titeln mit Immobilienbezug bildet die Investmentstrategie des Anbieters die Leitlinie für die Immobilienauswahl und ist daher durch Investoren ebenso wenig beeinflussbar. Die höchst mögliche Beeinflussbarkeit ist bei offenen Immobilienspezialfonds zu sehen, bei denen Investoren die Veranlagungsparameter mit dem Anbieter im Detail vereinbaren können. Die letzte Entscheidung über einen Kauf/Verkauf hat jedoch auch in diesem Fall durch die Kapitalanlage-Gesellschaft zu erfolgen.
- „Für Profis fallen Kosten an“ – mit diesem Satz soll sehr vereinfacht zusammengefasst werden, dass das Managen-Lassen entsprechende Gebührenbelastungen bedeuten. Als vorteilhaft ist hier zu erwähnen, dass natürlich bei großvolumigen Veranlagungen die Kosten besser verteilt werden.

Das in einigen Darstellungen als positiv gebrachte Argument der niedrigeren Transaktionskosten bei indirekten Veranlagungen ist ausschließlich auf die oben erwähnte Verteilung zu beziehen. Denn die Transaktionskosten bei Erwerb/Veräußerung, etc. sind wegen der Größe der Objekte und der damit zusammenhängenden Komplexität sehr hoch.

- Investoren müssen sich auch bewusst sein, dass der Wert des Anteils bei indirekten Veranlagungen teilweise zu einem sehr niedrigen Anteil den Wert des zugrunde liegenden Investitionsobjekts widerspiegelt.

Im Rahmen einer deutschen Studie des Instituts für Immobilienwirtschaft der Universität Regensburg aus 2012¹³ wurden die Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilieninvestments anhand der wichtigsten Anlageentscheidungskriterien untersucht. Aus Sicht des Autors der These fassen die Ergebnisse der Studie die oben angeführten Punkte sehr gut zusammen und stellen zudem einen Ausblick auf die unter dem Punkt „Abgrenzung zu anderen indirekten Immobilieninvestmentmöglichkeiten“ getroffenen Aussagen dar.

Die wesentlichen Ergebnisse des Management Summary sowie die Übersichtstabelle werden hier wie folgt zitiert:

- *„Eine Immobilienanlage ist nur dann sinnvoll und risikoadäquat, wenn diese nach Standort, Nutzungsarten und Anzahl der Immobilien ausreichend diversifiziert ist.*
- *Direktanlagen in Immobilien sind für Privatanleger und für kleine und mittlere, institutionelle Anleger daher fast immer ungeeignet.*
- *Der Offene Immobilienfonds vereint die meisten Vorteile im Hinblick auf Losgröße, Diversifikation und Inflationsschutz.*
- *Eine sinnvolle Alternative sind Immobilien-Aktien und REITs bzw. REITs-Fonds, vorausgesetzt man scheut das Börsenrisiko nicht und kann flexibel und langfristig anlegen.“*

	Direktanlage	Offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	Immobilien-AGs und REITs
Losgröße	–	+	–	+
Transformation von Information	–	+	–	+
Risikodiversifikation	–	+	–	(+)
Liquidität	–	(+)	–	+
Inflationsschutz	–	+	–	(+)
Kosten (einmalige und laufende)	–	–	– –	+

Quelle: IRE/BS, Institut für Immobilienwirtschaft, Heft 2, 2012, Autoren: SEBASTIAN Steffen, STEININGER

Bertram, WAGNER-HAUBER Melanie, Seite 5

Abb. 13 Management Summary direkte/indirekte Immobilienveranlagung

Abschließend soll noch angeführt werden, dass die vom Autor der Arbeit und auch in der Literatur vorgenommene Zuordnung von Produkten mit Immobilienbezug

¹³ Vgl. Seite 5, IRE/BS, Institut für Immobilienwirtschaft, Heft 2, 2012, Autoren: SEBASTIAN Steffen, STEININGER Bertram, WAGNER-HAUBER Melanie

entsprechend der oben vorgenommenen Einteilung gewisse Kapitalmarktveranlagungen nicht berücksichtigt, die ebenso einen Bezug zu Immobilien aufweisen. Zu erwähnen sind beispielsweise Bausparverträge und Immobilienveranlagungen von Pensionskassen oder Versicherungen.

Bei ersterem erfolgt lediglich der Produktabschluss „aus Anlass“ eines zukünftigen Immobilienerwerbs/sanierung, die Gebahrung und Entwicklung des Bausparervertrags ist jedoch in keinsten Weise an die Immobilie gebunden.

Bei letzteren ist zu differenzieren zwischen den Immobilien-Veranlagungen der Pensionskassen oder Versicherungen und der Veranlagung von Kunden in Produkte dieser Anbieter. Für Kunden von Versicherungen und Pensionskassen stehen die zugrundeliegenden Investments der Anbieter nicht im Vordergrund und werden von den Anbietern auch in keinsten Weise öffentlich dargestellt. Vielmehr ist es aufgrund der rechtlichen Veranlagungsvorschriften für die beiden Anbieter die Beimischung von Immobilien in die Produkte erforderlich.

2.6. Abgrenzung zu anderen indirekten Immobilieninvestmentmöglichkeiten

In diesem Unterkapitel werden die charakteristischen Elemente 3 anderer indirekter Veranlagungen mit Immobilienbezug dargestellt und in kurzen Statements die wesentlichen Unterschiede zu offenen Immobilien-Investmentfonds erläutert.

„geschlossene Immobilienfonds“

Rechtlich gesehen ist in Österreich der Begriff „geschlossener Immobilienfonds“ nicht zulässig, da entsprechend dem ImmoInvFG der Begriff „Immobilienfonds“ geschützt ist¹⁴ und ausschließlich für Produkte gem. dem ImmoInvFG verwendet werden darf. In diesem Gesetz ist jedoch das Produkt des „geschlossenen Immobilien-Fonds“ nicht vorgesehen.

Für Investoren bietet das Produkt die Möglichkeit, ab einem gewissen Mindestbetrag (z.B: EUR 20.000) mittelbar in bestimmte großvolumige Investitionsgüter zu investieren. Beispiele sind geschlossene Schiffsfonds¹⁵ oder sogenannte „Hollandfonds“ (das waren Veranlagungen in Beteiligungen an

¹⁴ gem. § 20 ImmobilienInvestmentfondsgesetz

¹⁵ <https://www.die-wirtschaft.at/die-wirtschaft/deutsche-schiffsfonds-fuer-oesterreichische-anleger-tanker-voraus-102420>

holländischen Immobilien). Diese Produktkategorie wird in Österreich aufgrund der zahlreichen Probleme und negativen Schlagzeilen in der Vergangenheit (Insolvenzen diverser Schiffsfonds und Hollandfonds¹⁶) nicht mehr einem breiten Publikum angeboten. In Deutschland hingegen sind geschlossene Immobilienfonds ein wesentlicher Bestandteil der Produktpalette für Kapitalveranlagungen.

Aus heutiger Sicht kann nicht abgeschätzt werden, ob dieses Produkt aufgrund der Neuregelungen für Alternative Investments AIFMG wieder von heimischen Banken einem breiteren Investorenkreis angeboten wird.

Wesentliche Merkmale dieser Produkte sind

- es gibt kein speziell für dieses Produkt geltendes Gesetz und somit auch keine speziellen Schutzgesetze für die mit diesem Produkt verbundenen Risiken
- die Beteiligungen konnten von den Investoren während der Bindungsfrist kaum verkauft werden, es gab keinen „geregelten“ Markt für diese und somit auch keine Transparenz hinsichtlich Gebühren, Wertentwicklung, etc.
- da die Kapitalgeber unternehmerische Beteiligungen (direkt oder indirekt über Treuhänder) erwerben, die in Immobilien investieren, sind die entsprechenden gesellschaftsrechtlichen Regelungen und zusätzlich etwaige Regelungen betreffend Kapitalmarkt-Angebote allgemein (z.B. KMG) anzuwenden.
- die Beteiligung/Gesellschaftsform soll für die Investoren optimale haftungsrechtliche und steuerliche Möglichkeiten bieten, was wiederum dazu führt, dass es keine abschließende einheitliche rechtliche Basis gibt.
- aktuell sind zu dem Produkt keine österreichischen Marktstatistiken verfügbar

Zertifikate mit Immobilien-Bezug

Das Kapitalmarktprodukt „Zertifikat“ ist relativ jung (1990 erstmals in Deutschland emittiert), *„ist eine Schuldverschreibung, die über derivative Komponenten verfügt, so dass ihre Wertentwicklung von der Wertentwicklung anderer Finanzprodukte abhängt. Im Gegensatz zu einer Standardanleihe gewährt ein Zertifikat keine feste Verzinsung, sondern die Teilhabe am Erfolg oder Misserfolg eines Börsengeschäfts.“*

¹⁶ <https://www.konsument.at/geld-recht/raiffeisen-hollandfonds-insolvent>

Zertifikate können daher für den Käufer völlig unterschiedliche Ertragschancen und Verlustrisiken beinhalten“¹⁷.

Bezogen auf mittelbare Investitionen in Immobilien wird durch das jeweilige Emissionshaus ein strukturiertes Produkt auf Basis von an der Börse gehandelten Werten angeboten. Ein Beispiel stellt das Indexzertifikat des IATX der Erste Group Bank AG EB7X9C¹⁸ dar.

- Der Käufer eines Zertifikats ist Gläubiger des Emissionshauses (einer Bank). Als Gläubiger/Inhaber eines Zertifikats besteht somit zusätzlich zu den Produktrisiken das Risiko der Insolvenz des Emittenten.
- Der Konnex zu Immobilien-Investition und entsprechenden Risiken ist als eher „entfernt“ einzustufen.
- Zertifikate werden an der Wiener Börse gehandelt, diese sind täglich handelbar
- Investition sind bereits ab kleineren Summen möglich
- laut Angaben des Zertifikate Forum Austria werden mit Ende 2017 bei Privatanlegern etwa EUR Mrd. 12,6 in das Produkt Zertifikate veranlagt¹⁹

Immobilien Aktien / Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug

Diese Asset-Klasse ist bereits lange etabliert und spricht ein breites Spektrum an Investoren an. Diese Anlageform dient dazu, über geregelte Märkte Fremdkapital von Investoren für den Aufbau, die Weiterentwicklung und Verwaltung des Immobilienportfolios des jeweiligen Anbieters zu generieren. Ein wesentlicher Unterschied zu Investmentfonds liegt darin, dass das Fremdkapital nicht als Sondervermögen darzustellen und gesichert ist, bei Insolvenz des Emittenten können somit die Fremdkapitalgeber wie andere Gläubiger lediglich die Ansprüche – ungesichert - gegen die Gesellschaft geltend machen können. Die Risikostreuung durch Investition in unterschiedliche Immobilien-Arten (Hotels, Büros, Wohnungen, etc.) und unterschiedliche Regionen (national wie auch international) sowie den Vorteil der Endbesteuerung auf Basis der Anteilsscheine beim Investor sind einige der wesentlichen gleichgesetzten Eigenschaften von Beteiligungen in Aktien und offene Immobilieninvestmentfonds.

¹⁷ [https://de.wikipedia.org/wiki/Zertifikat_\(Anleihe\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Zertifikat_(Anleihe))

¹⁸ <http://zertifikate.finanzen.at/zertifikate/Auf-IATX-ATX-Real-Estate-Kursindex/EB7X9C>

¹⁹ <http://www.zertifikateforum.at/marktdaten/marktvolumen.html>

Vorteilhaft für Aktieninhaber sind folgende grundsätzlichen Produkteigenschaften

- der Aktionär wird Inhaber eines Anteils des Unternehmens und kann beispielsweise– sofern nicht ausgeschlossen – auch die rechtlich definierte Stimmrechte ausüben.
- Unternehmen und Prospekte unterliegen der Börse- und Finanzmarktaufsicht
- Anteile sind an der Börse handelbar, Preise sind täglich verfügbar.

Alle unten angeführten Unternehmen begeben ebenso Unternehmensanleihen zur Finanzierung der geplanten Immobilienaktivitäten. Die Gestaltungsmöglichkeiten dieser Finanzierungsformen sind hinsichtlich Absicherung der Investoren sehr unterschiedlich und reichen von „Kapitalgarantie“ bis zu tief nachrangigen Hybridanleihen.

Abschließend sollen hier ein paar Zahlen von 4 der am Prime-Markt der Wiener Börse gelisteten Immobilien-Aktien Unternehmen wiedergegeben werden:

Anbieter	Gelistet Wiener Börse seit	Wertveränderung Aktie 2017 ²⁰	Immobilienvermögen in EUR Mrd. ²¹
Immofinanz ²²	1999	+ 13,6%	4,2 (Q3 2017)
CA Immobilien AG ²³	1988	+ 45,3%	4,1 (Q4 2017)
UBM Development AG ²⁴	1991	+ 27,7%	0,53 (Q3 2017)
S Immo AG ²⁵	2002	+ 60,4%	1,7 (Q3 2017)

Abb. 14 Kennzahlen von ausgewählten Immobilien-Aktien der Wiener Börse, eigene Darstellung

²⁰ ohne Berücksichtigung von Kosten, eigene Berechnung auf Basis historischer Daten lt. Homepage Wiener Börse; Veränderung Stückpreis 1.1.2017 zu Stückpreis 31.12.2017

²¹ Quelle: Finanzberichte der jeweiligen Unternehmen zum Stichtag Q3 2017

²² https://www.wienerborse.at/marktdaten/aktien-sonstige/preisdaten/?ISIN=AT0000809058&market=wbaq&typo3=0&news=0&products=1&ID_NOTATION=27124

²³ https://www.wienerborse.at/marktdaten/aktien-sonstige/preisdaten/?ISIN=AT0000641352&market=wbaq&typo3=0&news=0&products=1&ID_NOTATION=26345

²⁴ https://www.wienerborse.at/marktdaten/aktien-sonstige/preisdaten/?ID_NOTATION=27247&ISIN=AT0000815402

²⁵ BUWOAG AG seit 2014²⁵

2.7. Zusammenfassung

Die Übersicht über die unterschiedlichen Produktvarianten indirekter Immobilienveranlagungen und die Informationen über den Immobilieninvestmentfondsmarkt in Österreich geben einen ersten Einblick in die Vielfalt der Anlagemöglichkeiten wieder.

Es zeigt sich, dass der Begriff „Betongold“ seine Berechtigung hat, wie wohl dieser ja grundsätzlich die direkten Immobilieninvestments beschreibt. Der Großteil der klassischen Privat-Anleger differenziert jedoch zumeist bei seinen „Immobilienveranlagungen“ nicht nach den Einteilungskriterien „direktes/indirektes Investment“. Im Vordergrund seiner Anlage steht die Immobilie – unabhängig von den tatsächlichen rechtlichen Konstrukten der mittelbaren „Eigentümerschaft“.

Kapitel 3 Risikomanagement

Das zentrale Thema dieser Arbeit stellen die seitens der nationalen wie internationalen Gesetzgeber im Interesse der Anleger der unterschiedlichen Kapitalmarktprodukte definierten risikosteuernden Maßnahmen dar. Es werden daher in diesem Kapitel die Grundlagen für das Themengebiet „Risikomanagement“ erarbeitet und zudem die rechtlichen Grundlagen für das Risikomanagement offener Immobilienfonds nach österreichischem Recht aufbereitet.

3.1. Allgemeines

Die Wortherkunft des Begriffs „Risiko“ ist nicht abschließend geklärt²⁶, es wird unter anderem auf Altgriechisch „Klippe“, auf „rixari“ (lateinisch, „streiten, widerstreben“ lt. dem etymologischen Wörterbuch der deutschen Sprache) oder auch auf arabische Wurzeln (Fremdwörter-Duden) zurückgeführt.

Der Begriff wird in unterschiedlichen wissenschaftlichen Disziplinen bzw. in unterschiedlicher Weise definiert. Ansatzweise sollen hier folgende Definitionen kurz angeführt werden: 27:

Entscheidungstheorie: es wird das Verhalten eines Entscheiders angesichts von Risiko-Situationen differenziert in risikoavers, risikoneutral und risikoaffin.

Die **geographische Risikoforschung** ist auf die Analyse von Effekten von antizipierten Gefährdungen im Schnittpunkt von Gesellschaft und Umwelt fokussiert.

Im **medizinischen Bereich** wird Risiko stets im Zusammenhang mit Risikopatienten bzw. Risikoindikatoren/faktoren, Aufklärung und Risikohinweise an Patienten, etc. verwendet.

In **der Pädagogik** wird zwischen den Begriffen „Risiko“ und „Wagnis“ unterschieden. Erstes beschreibt eine „in gewissen Grenzen berechenbare (Risikofaktoren) gefahrenträchtige Ausgangslage. Beim Wagnis kommt eine Handlungsentscheidung hinzu, die nach ethischen Grundsätzen und gewissenhaftem Abwägen der negativen und positiven Folgen ausgerichtet sein sollte. Der Wagende muss sich personal und ganzheitlich auf die risikohaltige Aufgabe einlassen“.

²⁶ <https://www.duden.de/rechtschreibung/Risiko>

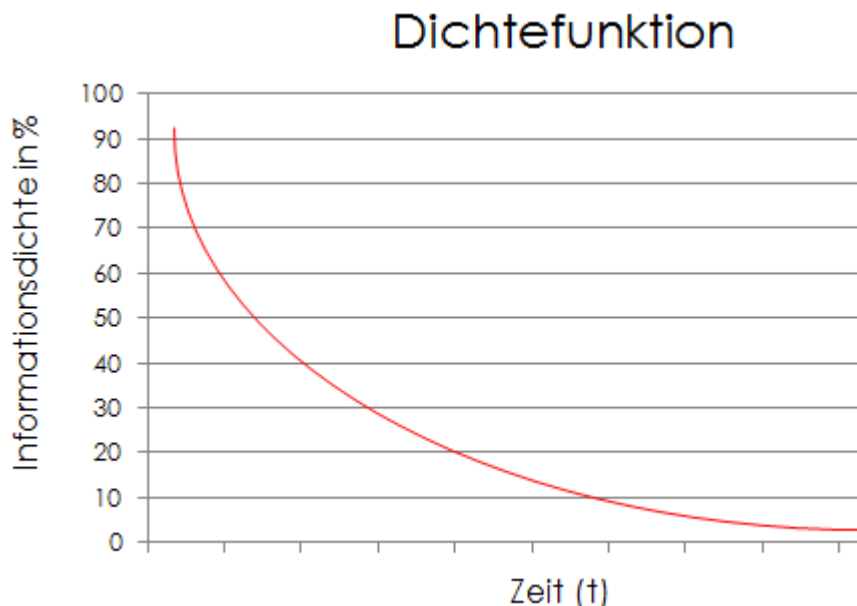
²⁷ https://de.wikipedia.org/wiki/Risiko#Risikobegriff_in_verschiedenen_Fachdisziplinen

In den Wirtschaftswissenschaften wird der Begriff „Risiko“ als „Informationsunsicherheit über den Eintritt eines Sachverhaltes und die dadurch induzierte Möglichkeit der Beeinträchtigung von Zielen“ verwendet.

Allen Definition gemeinsam ist die Beschreibung des Risiko als Ereignis mit möglicher negativer (Gefahr) bzw. positiver (Chance) Auswirkung.

Da sich diese Arbeit im Fachgebiet der Wirtschaftswissenschaften einordnen lässt, wird die Definition für Risiko von diesem Bereich als „Entscheidung unter unvollkommener Information = unter Unsicherheit“²⁸ gewählt, die besagt, dass aufgrund mangelnder Kenntnis über das Eintreten zukünftiger Ereignisse eine Abweichung von einer erwarteten Zielgröße möglich ist. Es wird klargestellt, dass Sicherheit als Zustand der 100%-igen Informationsdichte für Entscheidungen nur in der augenblicklichen Gegenwart gegeben ist.

Am Beispiel der „Dichtefunktion“ von Gondring wird ersichtlich, dass mit Fortschreiten der Zeit die Informationsdichte abnimmt und dadurch die Eintrittswahrscheinlichkeit von zukünftigen Ereignissen mit geringerer Genauigkeit ermittelt bzw. berechnet werden können.



Quelle: Gondring, Seite 5

Abb. 15 „Dichtefunktion“ nach Gondring, eigene Darstellung

²⁸ Vgl. Gondring, Seite 5

Eine weitere Differenzierung von Gondring zum Begriff „Unsicherheit“²⁹ soll hier kurz wiedergegeben werden:

- Entscheidung in **Ungewissheit**: in dieser sind rationale Entscheidungen nicht möglich, da keine objektiven oder subjektiven Wahrscheinlichkeitszuordnungen vorliegen.
- Entscheidung unter **Risiko** (im engeren Sinn): subjektive (aufgrund persönlicher Erfahrungen hat ein Investor eine „wahrscheinliche Voraussicht“) oder objektive (Herleitung durch mathematische Berechnungen) Wahrscheinlichkeitszuordnungen bestehen und können für die Ermittlung der Eintrittswahrscheinlichkeit herangezogen werden.

Wenn in Unternehmen und im speziellen in Banken von „Risikomanagement“ gesprochen wird, so ist zumeist die mögliche negative Abweichung der Ergebnisse von Zielgrößen im Fokus. Wissenschaftliche Untersuchungen und auch rechtliche Vorgaben tendieren ebenso in die Richtung, ausschließlich die negative Seite des Risikos zu untersuchen bzw. zu regulieren. So normiert beispielsweise § 39 Abs. 1 BWG, dass Geschäftsleiter sich über „Risiken zu informieren, diese durch angemessene Strategien und Verfahren zu steuern, zu überwachen und zu begrenzen“ haben. In beinahe gleichem Wortlaut ist in §13 Abs. 2 AIFMG zu lesen. Dieser normiert: „Damit alle Risiken, die für die einzelnen AIF-Anlagestrategien wesentlich sind und denen jeder AIF unterliegt oder unterliegen kann, hinreichend festgestellt, bewertet, gesteuert und überwacht werden, hat der AIFM angemessene Risikomanagement-Systeme einzusetzen.“

In Literatur finden sich Elementarschäden beispielsweise als „eindimensional negative Risiken“³⁰, bei diesen sollen definitionsgemäß ausschließlich potentielle negative Auswirkungen gegeben sein.

Diese Sichtweise ist aus dem Blickwinkel des jeweiligen Akteurs (z.B: Gesetzgeber) nachvollziehbar, da die jeweiligen Akteure unterschiedliche Zwecksetzungen im Zusammenhang mit Risikomanagement verfolgen (müssen). Aus theoretischer, aber insbesondere aus unternehmerischer Sicht wird jedoch dadurch die Kehrseite

²⁹ Vgl. Gondring, Seite 6 und 7, ähnlich auch Oliver Urschel, „Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft“, Seite 72/73

³⁰ Vgl. Maier, 2007, Seite 10-13

des Risiko = „die Bipolarität des Risiko“ („bipolares Phänomen“ nach Urschel³¹) als mögliche positive Abweichung = Chance vernachlässigt.

Folgende weiteren Begriffe im Zusammenhang mit dem Risikomanagement sollen kurz erläutert werden:

- Die **Eintrittswahrscheinlichkeit** eines Risikos kann zwischen 0 % (tritt nicht ein) und 100 % (tritt mit Sicherheit ein) liegen. Um die Auswirkung eines Risikos ermitteln zu können ist es daher entscheidend die Eintrittswahrscheinlichkeit bestmöglich abzuschätzen. Hierfür können unterschiedliche Ansätze Verwendung finden. z. B. statistische Verfahren, Annahmen aufgrund Erfahrung/bereits eingetretener Ereignisse. Zusätzlich muss zwischen einer periodischen (ein Ereignis kann in der betrachteten Periode öfters auftreten) oder einmaligen Eintrittswahrscheinlichkeit unterschieden werden.
- Die **Auswirkungen eines Risikos (= Schadenshöhe im Sinn der negativen Abweichung von der definierten Zielgröße)** können vielfältig und verschiedenartig sein, also mehrdimensional wirken. Es ist daher notwendig bei der Beurteilung eines möglichen Schadensausmaßes sämtliche Dimensionen zu erfassen und daraus eine Gesamtbewertung abzuleiten. So kann beispielsweise ein Ereignis einen Sachschaden verursachen, aber auch gleichzeitig eine erhebliche Betriebsstörung und/oder Reputationsschaden auslösen.
- Zusammenhang **Rendite / Risiko**: Die Rendite wird grundsätzlich als „tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals“ gemessen.³² Bezogen auf Finanzmärkte wird die Rendite als Entgelt des Investors für das Eingehen von Finanzrisiken gesehen. Entsprechend verlaufen Rendite und Risiko symmetrisch, so dass eine hohe Rendite (zumeist) eine hohe Ertragskraft, aber auch ein hohes Risiko repräsentiert und umgekehrt, Rendite und Risiko korrelieren daher positiv miteinander.³³
- **Risikoadjustierte Rendite**: Diese errechnet sich aus der Rendite und dem mit der Anlage verbundenen Risiko. Hieraus kann abgeleitet werden, dass die risikoadjustierte Rendite umso geringer ist, je höher das anlagebedingte Risiko ausfällt und umgekehrt. Das wichtigste Anlageziel der Anleger ist die

³¹ Vgl. Urschel, 2010, Seite 73

³² <https://de.wikipedia.org/wiki/Rendite>

³³ <https://de.wikipedia.org/wiki/Rendite>

Erzielung einer hohen Rendite, das jedoch durch das Risiko eingeschränkt wird.³⁴

In der Theorie für Risikomanagement werden gewisse Systematisierungsansätze gewählt, die als mögliche Basis für die Strukturierung der Risiken herangezogen werden können. Auszugsweise sollen folgende 3 Ansätze beschrieben werden:

- Systematische / unsystematische Risiken: systematische Risiken betreffen alle Anlagen in einem Portfolio gleichermaßen (z.B. allgemeine Konjunkturentwicklungen), unsystematische Risiken zeitigen Auswirkungen lediglich auf einen Teil der Anlagen.
- Quantifizierbare / nicht quantifizierbare Risiken: das wesentliche Unterscheidungskriterium ist das Vorliegen von Aussagen über Eintrittswahrscheinlichkeiten von Risiken; sind keine objektiven oder subjektiven Wahrscheinlichkeiten verfügbar, spricht man von nicht quantifizierbaren Risiken. Diese Differenzierung ist für unternehmerisches Handeln nicht anzuwenden, zumal aus Sicht des Autors bei nicht quantifizierbaren Risiken eine irrationale Entscheidung unter „Ungewissheit“ gem. Gondering vorgenommen würde (siehe oben)
- Existenzielle und finanzielle Risiken: Diese Systematisierung beruht auf der Idee von Maier und stellt auf die Sphäre der Entstehung des Risiko ab. Existentielle Risiken haben einen unmittelbaren Bezug zu operativen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem einzelnen Investitionsobjekt, finanzielle Risiken entstehen – unabhängig vom Objekt – durch finanzielle Transaktionen.³⁵

Die angeführten Ansätze stellen prima facie keinen erkennbaren Mehrwert für ein funktionierendes Risikomanagementsystem dar, solange aus der Zuordnung eines Risikos keine unmittelbaren Handlungs- oder Steuerungsansätze abgeleitet werden können.

Wesentlich für einen funktionierenden Risikomanagementprozess sind die Erstellung eines Risikokatalogs und eine Strukturierung/Klassifizierung der Risiken nach Einzelrisiko, Risikoklasse, Risikoart/kategorie. Auf **unterster Stufe** stehen die Einzelrisiken. Diese werden zu Risikoklassen und schlussendlich in der jeweiligen Risikoart/kategorie zusammengefasst.

³⁴ <https://de.wikipedia.org/wiki/Rendite>

³⁵ Vgl. Maier 2007, S 13.

In der unten stehenden Tabelle ist diese Kaskade auf Basis der Empfehlung der gif vorgenommen, wobei festzuhalten ist, dass es aus Einzelrisikosicht auch zu Überschneidungen bzw. Mehrfachzuordnungen kommen kann:

Risikoart/ Risikokategorie	Risikoklasse	Einzelrisiko
Finanzrisiken	Marktrisiken, Kreditrisiken, Liquiditätsrisiken	Inflation, Zinsänderung, Finanzierungsrisiken, fehlende liquide Mittel
Strategische Risiken	Konjunkturrisiken, politische Risiken, Konkurrenzrisiken	Änderung von gesetzlichen Rahmenbedingungen
Rechtliche Risiken	Vertragsrisiken, Produkthaftungs- und Umwelthaftungsrisiken	Mietverträge, Dienstleistungsverträge, etc.
Operationelle Risiken	Organisatorische, technologische, personalbezogene und externe Risiken	EDV-Ausfall, mangelhafte Aufbau/Ablauforganisation, etc.

Quelle: eigene Darstellung auf Basis der Einteilung gif ³⁶

Abb. 16; Kaskade der Risikokategorisierung

Eine weitere mögliche Klassifizierung der Risiken wird in der unten stehenden Abbildung dargestellt, die beispielsweise im Bereich von Immobilie-Portfolio-Management Verwendung finden kann, für das eine Gliederung zwischen Risiken auf Unternehmens-, Portfolio-und Einzelimmobilien-Ebene wesentlich ist:



Quelle: eigene Darstellung

Abb. 17; Risikokategorisierung für ImmobilienPortfolio-Management

³⁶ Vgl. gif, Implementierung Immobilien Risikomanagement, 2009, S 17 bis 22

Wie von zahlreichen Autoren festgestellt, ist die Erstellung des Katalogs und somit auch die Kategorisierung der Risiken auf das jeweilige Unternehmen und den Unternehmensgegenstand abzustimmen, da beispielsweise bei Projektentwicklungen andere Risiken zu beachten sind als bei Portfoliomanagementaktivitäten.

3.2. Grundlagen zu Risikomanagementsystemen

Unter einem Risikomanagementsystem (auch „Risikomanagementprozess“, kurz „RMP“) wird die Gesamtheit aller organisatorischen Regelungen und Maßnahmen für den Umgang mit Risiken aller Art (unternehmerische, technische, finanzielle, etc.) im Rahmen der unternehmerischen Betätigung verstanden. Es wird als fortlaufender Prozess gesehen, das die Gesamtheit aller organisatorischen Maßnahmen und Regelungen zur Identifikation, Messung, Bewertung, Steuerung bzw. Bewältigung und Kontrolle der Risiken umfasst. Je nach Unternehmensgegenstand betrifft es sowohl die Marktseite/ Portfolio-risiken/Einzelobjektrisiken wie auch die Unternehmensseite/ operationale Risiken.

Zusätzlich zur Einhaltung der rechtlichen Vorgaben betreffend Risikomanagement wird der Nutzen von Risikomanagementsystemen vor allem in folgenden Punkten gesehen:

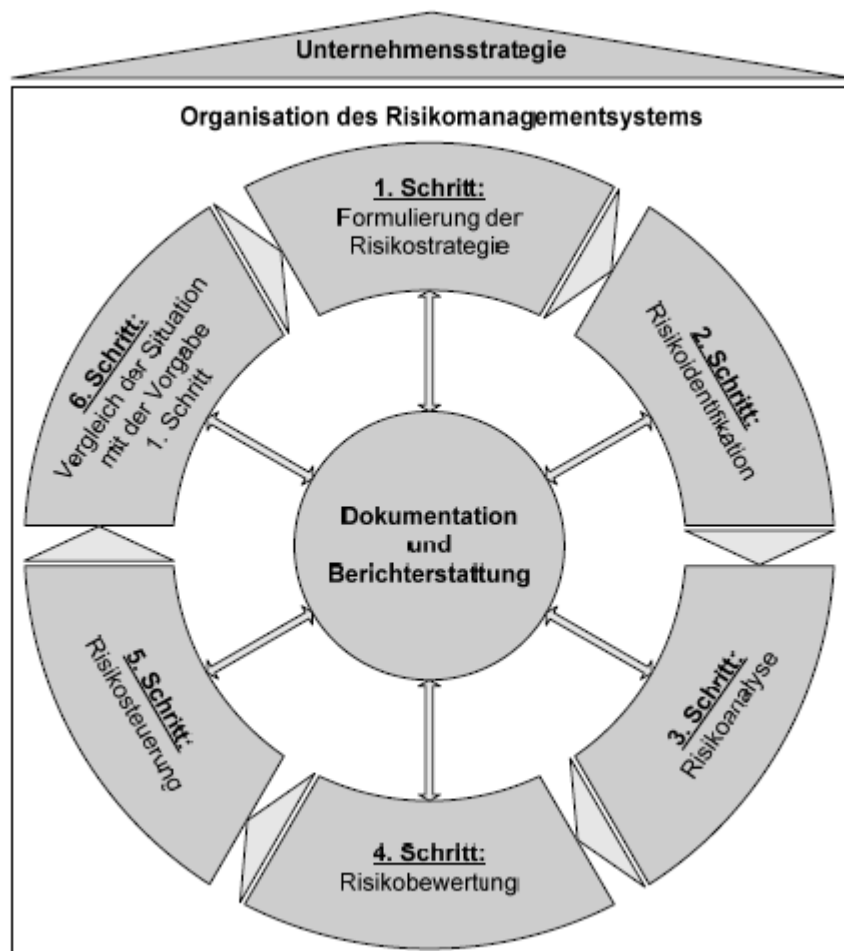
- Sicherung des Unternehmensfortbestandes und dessen nachhaltige Wertsteigerung.
- Vermeidung von Schäden mit Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage durch frühzeitiges Erkennen und aktives Reagieren (Management) auf risikobehaftete Ereignisse/Tätigkeiten (wiederum abhängig vom konkreten Unternehmensgegenstand auf allen Ebenen z.B. auf Einzelobjekt-, Portfolio- und Unternehmensebene).
- Ausweitung der Steuerungsmöglichkeiten in Bezug auf Risiken
- Erhöhung der Planungssicherheit (durch Begrenzung der Risiken)
- Sicherung der Sensibilität und des Risikobewusstseins der Mitarbeiter.

Der fortlaufende Prozess des Risikomanagements hat sich als „Risikomanagementkreislauf“ in Theorie und Praxis etabliert und wurde dem Ansatz nach auch in diversen Normen übernommen. Wenngleich die theoretischen Ansätze unterschiedliche Phasen und Gruppierungen im Kreislauf vorsehen, werden bei

allen Ansätzen die gleichgelagerten Themenstellungen in der grundsätzlich gleichen Abfolge beschrieben³⁷.

Allen Ansätzen ist zudem immanent, dass ein wesentliches Ergebnis des Prozesses der Risikokatalog darstellt, in dem die Risiken und alle im Rahmen des Prozesses erhobenen Daten systematisch erfasst und für weitere Auswertungen aufbereitet sind.

Unten stehende Abbildung zeigt die grundsätzlichen Schritte des Risikomanagementkreislaufts.



Quelle: gif; Implementierung Immobilien Risikomanagement, 2009

Abb. 18; Risikomanagementkreislauf

Basis für diesen Kreislauf (und auch nicht Gegenstand des Kreislaufs) ist zunächst die Sicherstellung der organisatorischen, personellen und funktionellen Ausstattung und Ausgestaltung des Risikomanagements als Organisationseinheit in jedem

³⁷ Vgl. Urschel, S 75- 81, gif, S 8

Unternehmen. Diese Rahmenbedingungen differieren vor allem in der personellen und funktionellen Ausstattung abhängig vom Unternehmensgegenstand und Umfang des Geschäftsfeldes und den zugrunde liegenden gesetzlichen Anforderungen.

Organisatorisch sind jedoch folgende Parameter für ein funktionierendes Risikomanagement unabdingbar und daher beispielsweise in Österreich für alle Finanzinstitute gesetzlich als Mindeststandard verpflichtend:

- die zentrale Risikomanagementeinheit ist als eigenständige Organisationseinheit unmittelbar unter der Geschäftsführung anzusiedeln.
- Die Zuständigkeit für Risikomanagement auf Geschäftsführungsebene ist unvereinbar mit der Zuständigkeit für Marktfolge.
- Das Risikomanagement ist eine jener wesentlichen Tätigkeiten, die seitens einer Geschäftsführung nicht „outgesourct“ werden darf. Davon zu unterscheiden sind beispielsweise gewisse Risikodaten, die extern zugekauft werden können.
- Das Risikomanagement hat auf Grundlage eines dokumentierten Prozesses (=zumeist „Handbuch“) zu erfolgen, dessen Kenntnis und Verbindlichkeit für alle Mitarbeitern eines Unternehmens verpflichtend ist.
- Die mit Risikomanagement beauftragten Mitarbeiter agieren weisungsfrei von anderen Abteilungen, verfügen über Stellenbeschreibungen und die erforderlichen Kenntnisse, die auch immer auf dem aktuellen Stand zu halten sind.

Basierend auf diesen organisatorischen Rahmenbedingungen werden in diesem Abschnitt die einzelnen Aufgaben des Risikomanagementkreislaufs beschrieben, wobei dies auf Basis der Gruppierung der gif³⁸ in 6 Abschnitten erfolgt:

Abschnitt 1 – Risikopolitik / Risikostrategie: Die Festlegung der Risikostrategie basiert auf der Unternehmensstrategie und legt qualitative und quantitative Zielwerte fest. Es wird die Risikotragfähigkeit dem Grunde nach definiert und je nach Unternehmensgegenstand werden aus dieser weitere detaillierte Risikostrategien abgeleitet. Als Grundlage des Risikomanagements stellt diese die maximale Risikotragfähigkeit fest.

³⁸ Implementierung Immobilien Risikomanagement, gif, S 13 - 48

Abschnitt 2 – Risikoidentifikation: wie bereits aus dem Begriff dieses Abschnitts ableitbar, werden als nächster Schritt die im Unternehmen vorhandenen Risiken erfasst, formuliert und strukturiert. Diese Identifikation ist auf die Sammlung von Ursachen beschränkt, die Analyse und Bewertung erfolgt – entsprechend der Einteilung des gif – in den nächsten Schritten.

Dieser Prozess ist in weiterer Folge in Kaskadenform je nach Unternehmensgegenstand auf Portfolio- und Einzelrisikoebene fortzusetzen. Vielfach wird betont, dass diesem Abschnitt eine sehr hohe Bedeutung zukommt, da Risiken, die nicht identifiziert werden bzw. wurden, auch zu einer Lücke bei der Analyse, Bewertung und Steuerung führen.

Im Rahmen der Risikoerkennung ist zwischen progressiven und retrograden Methoden zu unterscheiden.³⁹ „Bei der progressiven Methode bilden die kausalen Risiken, d.h. die Risikoursachen, den Ausgangspunkt der Risikoerkennung. Diese werden sodann in Bezug auf ihre Auswirkungen auf die Zielerreichung, d.h. hinsichtlich der finalen Risiken, untersucht. Im Gegensatz hierzu bilden bei der retrograden Methode die finalen Risiken, das heißt die Auswirkungen der Risiken auf die Zielerreichung, den Ausgangspunkt der Analyse. Ziel dieses Vorgehens ist es, die kausalen Risiken, die das Risiko der Zielverfehlung verursachen, aufzudecken.“⁴⁰

Abschnitt 3 – Risikoanalyse: Aufgabe ist die Beschreibung der Eigenschaften der identifizierten Risiken, aus der folglich die Maßnahmen zur Bewertung und Steuerung abgeleitet werden. Für jedes Einzelrisiko werden Einflussfaktoren (Ursachen), Entstehungsort (zeitlich, organisatorisch und finanziell), Auswirkungen (grundsätzliche Aussage ohne Abschätzung zur Höhe/Eintrittswahrscheinlichkeit), Wechselwirkungen/Interaktion und die Risikobeschaffenheit (beispielsweise systematisch/systematische Risiken) erarbeitet und strukturiert dokumentiert.

Abschnitt 4 – Risikobewertung: „Das Ziel der Risikobewertung innerhalb des Risikomanagementprozesses besteht darin, alle in der vorhergehenden Phase ermittelten Risiken auf ihre Bedeutung hin zu bewerten. In dieser Prozessphase wird somit über die Relevanz des gemessenen Risikos der betrachteten unsicheren

³⁹ 273 Vgl. Wolf/Runzheimer (2009), S. 43.

⁴⁰ Vgl. Stock (2009), S. 101

Zielgröße eines Immobilienportfolios bzw. Immobilienobjekts entschieden, um hierdurch die wesentlichen von den unwesentlichen Risiken abzugrenzen.“⁴¹

Bei den Messmethoden wird zwischen quantitativen (Value at Risk, Extremwerttheorie, Risiko-Datenbank, Simulationsmodell und Sensitivitätsanalyse) und qualitativen (Nutzwertanalyse, Scoring-Modell, Drei-Werte-Verfahren, Szenarioanalyse und Expertenbefragung) Methoden unterschieden.

Abschnitt 5 – Risikosteuerung: Die wesentlichen Ziele der effektiven Steuerung der als relevant selektierten Risiken sind zum einen die Optimierung des Risiko-Chance-Profiles des Portfolios/des Objektes mittels geeigneten Methoden und Instrumenten und darüber hinaus die Steuerung der anderen Risiken im Sinn der Risikostrategie, sodass bestehende Limite eingehalten werden (z.B. gesetzliche oder Investorenlimite).

In der Literatur werden unterschiedliche Strategien und Instrumente der Risikosteuerung diskutiert. In dieser Arbeit soll primär auf die Einteilung von Schäfers⁴² referenziert werden:

- Strategie der Risikovermeidung
 - wird der Gruppe der ursachenbezogenen Risikopolitik zugeordnet.
 - Ziel ist Ausschluss von Risikoquellen, um den Eintritt der Risiken vollständig zu verhindern.
 - Beispiel: gewisse Standortrisiken wurden als mit dem Risikoprofil unvereinbar erkannt, ein gestarteter Kaufprozess wird abgebrochen.
- Strategie der Risikoverminderung
 - Zielsetzungen sind entweder das Herabsetzen der Eintrittswahrscheinlichkeit von Risiken (ursachenbezogen) oder die Reduktion der monetären/nicht monetären Konsequenzen (wirkungsbezogen).
 - Beispiel: Diversifikation eines Portfolios (Mischung Branche, Objekteigenschaften, Standorte) bzw. auch innerhalb eines Objektes (Mietermischung, Vertragsfristigkeiten, Nutzungsarten, ...).
- Strategie der Risikoübertragung/überwälzung
 - ist der Gruppe der wirkungsbezogenen Risikopolitik zuzuordnen.
 - Ziel ist es, durch Verträge und zumeist finanziellen Aufwand die Risiken an Dritte zu begrenzen.

⁴¹ Vgl. Stock (2009), S 220

⁴² Vgl. Schäfers (1997), S 196

- Beispiele: Abschluss von diversen Versicherungen (Mietausfall, diverse Elementarversicherungen, etc), Risikoüberwälzung hinsichtlich Instandsetzung/Instandhaltung an Mieter.
- Strategie der Risikoakzeptanz
 - ist der Gruppe der wirkungsbezogenen Risikopolitik zuzuordnen.
 - Zielsetzung ist die bewusste Selbsttragung von Risiken durch den Investor, wobei das Maß der Risikotragfähigkeit des Investors sowie die Genauigkeit der Feststellung des Schadensausmaßes wesentliche Determinanten der Risikoakzeptanz sind.
 - Beispielsweise werden Investoren gewisse Risiken in Kauf nehmen, wenn der durch den Eintritt des Risikos erwartbare Schaden geringer ist als der für die Risikobewältigung (Vermeidung, Übertragung, ...) erforderliche Aufwand.
- Strategie des Risikodialogs:
 - Ziel: Der Risikodialog umfasst alle Maßnahmen, die dazu beitragen, Risiken gegenüber Dritten zu verdeutlichen, um deren Vertrauen und Verständnis zu werben und dadurch eine Risikoverringerung zu erzielen.⁴³
 - Beispiel: durch diverse Kommunikationsmaßnahmen bei Bauprojekten mit diversen Parteien kann eine positive Stimmung für das Projekt erzielt werden und etwaige Projektverzögerungen durch Nachbarschaftsverfahren (z.B. wg. Emissionen, ...) verhindert werden.

Abschnitt 6 – Vergleich mit der Strategie: als Regelkreislauf sind abschließend sowohl Risikostrategie als auch die Ergebnisse der Risikosteuerung zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

In diesem Zusammenhang darf nicht übersehen werden, dass auch der Risikomanagementprozess auf etwaige Anpassungsbedarfe zu überprüfen ist. Das umfasst beispielsweise verwendete Methoden, Dokumentation, organisatorische Anpassungen, etc.

⁴³ Vgl. Schäfers, (1997), S 200

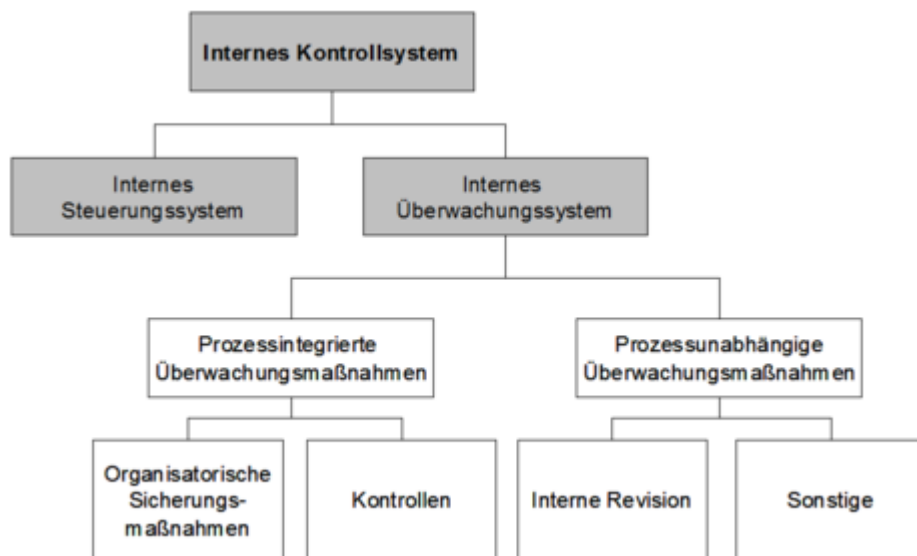
3.3. Unterscheidung, Ergänzung und Abgrenzung zu anderen rechtlich geforderten Kontroll- und Überwachungsmechanismen

3.3.1. Internes Kontrollsystem

Kreditinstitute sind normativ gefordert, umfassende interne Steuerungs- und Kontrollmechanismen einzurichten, um die Sicherung des unternehmerischen Vermögens, die Verbesserung der Regeleinhaltung, der Berichterstattung und der betrieblichen Abläufe zu gewährleisten. Diese Mechanismen umfassen einerseits das interne Steuerungssystem (zur Steuerung, Planung und Lenkung des Unternehmens) und andererseits ein internes Überwachungssystem zur Sicherung der Zielerreichung und werden als Internes Kontrollsystem bezeichnet.

In Anlehnung an internationale Kontrollmodelle (z.B. COSO) wurden allgemeine Standards entwickelt, deren Umsetzung durch externe Prüfer, beispielsweise im Rahmen des Jahresabschlusses durch die jeweiligen Bankprüfer, aber auch durch die externe Aufsicht und die Interne Revision geprüft werden. Wesentlich ist, dass die Adressaten des internen Steuerungssystems alle Mitarbeiter eines Instituts sind.

Die Graphik Abb. 19 zeigt die grundsätzliche Gliederung der Bereiche des Internen Kontrollsystems auf.



Quelle ...http://media.esv.info/thumbnail/lexiconir/Internes_Kontrollsystem/460.png ..⁴⁴

Abb. 19, Details internes Kontrollsystem

⁴⁴ http://media.esv.info/thumbnail/lexiconir/Internes_Kontrollsystem/460.png

Die Maßnahmen des internen Überwachungssystems werden in prozessunabhängige/retrospektive Kontrollen und in prozessintegrierte/präventive Regeln eingeteilt.⁴⁵

Als Beispiel für organisatorische Sicherungsmaßnahmen⁴⁶ kann das „Prinzip der vier Augen“ angeführt werden. Dieses besagt, dass in einem gut funktionierenden Kontrollsystem kein wesentlicher Vorgang ohne (Gegen-) Kontrolle bleiben soll.

Die Schnittstelle zum Risikomanagement ist darin zu sehen, dass beispielsweise eine unzureichende Aufbau- und Ablauforganisation als operationelles Risiko durch einen Riskowner identifiziert wird.

3.3.2. Interne Revision

Die Interne Revision unterstützt die Unternehmens- bzw. Organisationsleitung in ihrer Kontrollfunktion im Rahmen ihrer Steuerungsaufgabe durch unabhängige Prüfungen. Gesetzliche Grundlagen für die Einrichtung und Ausgestaltung einer Internen Revision liegen in Österreich für Kreditinstitute im §42 BWG (unabhängig von ihrer Rechtsform).

Darüber hinaus fordert aber auch beispielsweise Artikel 62 AIFMG die Einrichtung einer ständigen Innenrevisionsfunktion unter folgenden Voraussetzungen: „AIFM richten — soweit dies angesichts der Art, des Umfangs und der Komplexität ihrer Geschäfte sowie der Art und des Spektrums der im Zuge dieser Geschäfte erbrachten gemeinsamen Portfolioverwaltungsdienste angemessen und verhältnismäßig ist — eine von den übrigen Funktionen und Tätigkeiten des AIFM getrennte, unabhängige Innenrevisionsfunktion ein und erhalten diese aufrecht.“⁴⁷

Die Arbeitsweise der Internen Revision ist in den Standards für die berufliche Praxis der Internen Revision definiert⁴⁸.

Bei Kreditinstituten, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen werden die Aufgaben der Internen Revision darüber hinaus in den Mindestanforderungen an die Interne Revision der Finanzmarktaufsicht (FMA) genauer beschrieben.

Die Interne Revision ist unmittelbar der Geschäftsleitung unterstellt und eine unabhängige und objektive Tätigkeit mit dem Ziel, durch Prüfung und Beratung zur

⁴⁵ https://de.wikipedia.org/wiki/Internes_Kontrollsystem

⁴⁶ https://de.wikipedia.org/wiki/Internes_Kontrollsystem

⁴⁷ <http://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20008521>

⁴⁸ <https://www.internerevision.at/ueber-uns/aufgaben/>

angemessenen Beurteilung der Risikosituation, zur Sicherheit, Wertsteigerung und Verbesserung der Geschäftsprozesse beizutragen.

Diese muss unter anderen jährlich die Gesetzmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit und Zweckmäßigkeit bzw. Ausgestaltung und Funktionsfähigkeit des Risikomanagements und des Risikomanagementprozesses prüfen. Darüber hinaus nimmt die Interne Revision vor allem in Bezug auf die Risikoidentifikation eine wichtige Rolle ein und wird in dieser Funktion auch beispielsweise beratend in unternehmensweite Risikomanagementprozesse eingebunden.

3.3.3. Compliance

Unter „Compliance“ wird allgemein die Übereinstimmung unternehmerischen Handelns mit den gesetzlichen Rahmenbedingungen und verstärkt auch mit weiteren unternehmensexternen wie internen Verpflichtungen (z.B. ethischen Standards, Verhaltenskodices, etc.) verstanden⁴⁹. Ähnlich dem IKS ist ein Compliance-Management-System gefordert, das die Erfordernisse des jeweiligen Unternehmens abbildet. Die Zielsetzung eines derartigen Systems lässt sich lt. KPMG ⁵⁰ aus 2011 wie folgt zusammenfassen:

„Unter einem Compliance-Management-System werden grundsätzlich alle Instrumente und Mechanismen verstanden, die die Prinzipien und Wertvorstellungen einer Organisation entwickeln, implementieren und im strategischen und operativen Geschäft durchsetzen. Ziel eines Compliance-Management-Systems muss es sein, die Folgen von Non Compliance zu reduzieren oder ganz zu vermeiden.“

Ein wesentlicher Regelungsbereich von Compliance sind Interessenkollisionen. In allen Geschäftsbereichen, bei denen ein hohes Risikopotential für die Ausnutzung von Vorteilen aufgrund von Insider-Informationen (zugunsten von einzelnen handelnden Personen oder zugunsten des Unternehmens) oder weitergehende Risiken (beispielsweise unangemessene Vergütungsregelungen, Korruption, ...) bestehen, die darüber hinaus für außenstehende Dritte (z.B. Anleger, Patienten, aber auch Aufsichtsbehörden) schwer überprüfbar sind, ist auf wirksame Compliance-Organisationen und Maßnahmen ein sehr hoher Stellenwert zu legen.

⁴⁹ <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/compliance-27721>

⁵⁰ Vgl. https://www.kpmg.at/fileadmin/KPMG/Publikationen/Broschueren_und_Studien/Compliance_Management_Systeme.pdf Seite 5

Nicht unerwähnt soll hier bleiben, dass ein Teil der rechtlichen Maßnahmen als Reaktionen auf vergangene Missstände und somit auf mangelnde Disziplin mancher Marktteilnehmer zurückzuführen ist (z.B. umfassende Regelungen zu Vergütungssystemen bei Kreditinstituten).

Im Grundsatz bestehen inhaltlich wie methodisch einige Parallelen zwischen Risikomanagement-Systemen und Compliance-Management-Systemen.⁵¹ Da beide Aufgabenbereiche unterschiedliche Zielsetzungen und regulatorische Vorgaben zu erfüllen haben, ist auf jeden Fall das Heben von Synergien zu empfehlen (z.B. Abstimmung hinsichtlich essentieller Risiken für das jeweilige Unternehmen, Wirksamkeitsprüfungen der von den auditierten Einheiten getroffenen Maßnahmen, einheitliches Berichtswesen, etc.), um Doppelgleisigkeiten zu vermeiden und dadurch eine Reduktion der Akzeptanz bei den Mitarbeitern zu verhindern.

⁵¹ Vgl.

https://www.kpmg.at/fileadmin/KPMG/Publikationen/Broschueren_und_Studien/Compliance_Management_Systeme.pdf Seiten 18, 19

Kapitel 4 – Risikomanagement einer Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft und eines Immobilieninvestmentfonds

In diesem Kapitel erfolgt die Bearbeitung der dieser Arbeit zugrunde liegenden These. Für Leser soll im Zuge dieses Kapitels daher je bearbeiteter Risikokategorie ableitbar sein, ob der Gesetzgeber risikosteuernde Maßnahmen zum „Vorteil“ für Anleger von offenen Immobilienfonds im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen vornimmt.

4.1. Allgemeine Grundlagen

Wie in der Einleitung erwähnt, bestehen für das Finanzwesen zahlreiche Vorschriften, und zwar sowohl auf nationaler wie internationaler Ebene. Die wahrnehmbare „Regulierungsflut“ ist grundsätzlich nicht speziell auf das Bankwesen beschränkt. Jedoch stehen aufgrund der Ereignisse der letzten Jahre beginnend mit der „Bankenkrise 2007/2008“ Finanzinstitute vermehrt im Fokus sowohl auf inhaltlicher, organisatorischer wie auch auf aufsichtsrechtlicher Ebene.

Die diversen legislatischen Neuerungen im Veranlagungsgeschäft lassen sich schwerpunktmäßig wie folgt zusammenfassen:

- Stärkung des Schutz der Anleger/Investoren
 - Aufklärungs-, Informations- und Dokumentationspflichten
 - bis hin zum „Verbot“ des Verkaufs gewisser Finanzprodukte an Privatanleger
- Steuerung der von den Anbietern ausgehenden Risiken durch umfassende Vorgaben zur Bewertung, Messung und Steuerung von Risiken inkl. Etablierung eines geeigneten Risikomanagementsystems (sowohl auf Produkt- wie auch auf Unternehmensebene)
- Etablierung einheitlicher organisatorischer Vorgaben
 - Festlegung von Mindestkapital sowie entsprechender Berufshaftpflichtversicherungen
 - Regelungen zur Vermeidung von Interessenskollisionen
 - Vorgaben zur Einrichtung und Organisation gewisser Unternehmensfunktionen (z.B. Compliancestellen)
 - Detailregelungen zwecks Sicherstellung einer ordnungsgemäßen Vergütungspolitik

- Regelungen zu Mindestanforderungen bei Auslagerungen
- Stärkung der aufsichtsrechtlichen Möglichkeiten
 - umfassendere Informationspflichten an die Aufsicht
 - massive Anhebung der Strafraumen bei Verletzung

Es ist festzustellen, dass ein Großteil der von diesen legislatischen Neuerungen betroffenen Regelungen bereits in Grundzügen bestanden hat bzw. durch extensive Interpretation der Gesetzestexte ableitbar gewesen wäre oder durch nachhaltiges und faires Agieren der Anbieter angewandt werden hätte müssen. Da dies nicht der Fall war (was so manche Schadenfälle dokumentieren, Beispiel geschlossene Fonds⁵²) hat der Gesetzgeber bei den Neuregelungen teilweise einen sehr hohen Detaillierungsgrad festgelegt.

Als Beispiel sollen die Eignungserfordernisse von Geschäftsleitern und Aufsichtsratsmitgliedern für Banken angeführt werden. So werden seitens FMA „persönliche Zuverlässigkeit, Aufrichtigkeit, Unvoreingenommenheit sowie geordnete wirtschaftliche Verhältnisse“⁵³ als Teile der persönlichen Eignungsvoraussetzungen postuliert. Erläuternd werden Verurteilungen wegen gewisser Themenstellungen, z.B: Betrügerischer Krida, Entzug der Gewerbeberechtigung und etwa das Nichtvoliegen von Insolvenzverfahren angeführt. Diese Voraussetzungen stellen aus Sicht des Autors „allgemein gültige“ Bedingungen dar, die unabhängig von der Branche bei Geschäftsleiterbestellungen geprüft werden, ein zusätzlicher Regelungs/Klarstellungsbedarf für Finanzinstitute ist daher aus Sicht des Autors nicht zu erkennen.

Als positive FMA-Vorgaben ist das Gebot zur Vermeidung von Interessenskonflikten bei leitenden Organen mit anderen Aufgaben/Funktionen zu erwähnen. Diese Vorgabe stellt einen wesentlichen Mehrwert im Vergleich zu anderen Anbietern z.B. von Immobilienveranlagungen wie „Immobilien-Anleihen in Form von Unternehmensanleihen“ dar. In letzteren werden „Interessenskollisionen“ lediglich als zusätzliches Risiko⁵⁴ angeführt, Anleger oder Aufsicht haben jedoch keine Handhabe. Weitere Detailregelungen betreffend Vermeidung von Interessenkollisionen sind im ImmoInvFG oder dem AIFMG beispielsweise durch Vorgaben zur Trennung von Kapital-Anlagegesellschaft und Depotbank zu sehen.

⁵² <https://www.konsument.at/geld-recht/schiffsfonds-raiffeisen-noe-wien-lenkt-ein>

⁵³ [FMA Rundschreiben zur Eignungsprüfung von Geschäftsleitern, Aufsichtsratsmitgliedern und Inhabern von Schlüsselfunktionen](#), Seite 8 und 9

⁵⁴ Prospekt Uni Immo Anleihe aus 2017; Seite 15

Ein wesentlicher Schwerpunkt der jüngeren nationalen wie internationalen „regulatorischen Vergangenheit“ wurde auf Regelungen im Zusammenhang mit dem Begriff „Systemrelevanz“ von Finanzinstituten und den daraus abzuleitenden Maßnahmen gelegt. Aufgrund der zahlreichen Abhängigkeiten vom Funktionieren des Finanzsystems wurden Vorgaben an die Eigenkapitalausstattungen der Banken und die Informations- und Meldepflichten der Banken an die Aufsicht ausgeweitet, mit der Zielsetzung, frühzeitig Entwicklungen mit potentiell negativen Auswirkungen auf Banken mit Systemrelevanz und somit auch hoher Wahrscheinlichkeit auf die jeweilige Volkswirtschaft erkennen zu können. Auf entsprechende Meldeverpflichtungen aufgrund der Vernetzung der Banken auf EU-Ebene soll hier nur kurz hingewiesen werden.

Die Einführung des AIFMG in Österreich und die entsprechenden Adaptierungen des InvFG und im Speziellen des ImmoInvFG stellen im Zusammenhang mit indirekten Veranlagungen in Immobilien die wesentlichste jüngere regulatorische Veränderung dar.

Konnte das ImmoInvFG im Vergleich zu anderen Regelungen von indirekten Immobilien-Veranlagungen in Kapitalmarktprodukten mit zahlreichen Vorschriften mit dem Ziel der Risikobeschränkung zugunsten der Anleger punkten, wurden mit Geltung des AIFMG für alle – sehr grob gesprochen – „fondsbezogene Immobilienveranlagungen“ gewisse organisatorische und vertriebsbezogene Mindeststandards für alle AIFM (=alternative Investmentfonds Manager) definiert. Konsequenterweise ist nunmehr beispielsweise für das Anbieten von geschlossenen Immobilienfonds in Österreich eine Konzession als AIFM erforderlich und unterliegen diese konzessionierten Anbieter folglich auch bei Ausübung der Geschäftstätigkeit der Aufsicht der FMA. Produktseitig (Anlagerichtlinien, ...) sind keine Vorgaben aus dem Gesetz ableitbar, da dies aufgrund der Breite (umfasst sind z.B. Hedgefonds, Immobilienfonds, ...) gesetzlich nicht möglich bzw. sinnvoll ist und auch nicht der Intention des EU- und nationalen Gesetzgebers entsprochen hat.

Rechtlich gesehen ist noch zu ergänzen, dass das ImmoInvFG und das AIFMG „parallel“ gelten und bei Themen, die von beiden Gesetzen geregelt werden, die jeweils strengere Norm anzuwenden ist.

Abschließend kann festgehalten werden, dass zwar mit Einführung des AIFMG eine Vereinheitlichung der rechtlichen Rahmenbedingungen für das Anbieten von

„Fonds-Produkten“ erfolgt ist. Wie weiter unten ausgeführt werden wird, bestehen im ImmoInvFG im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungsprodukten dennoch zahlreiche Regelungen, die Risikosituation zugunsten der Anleger begrenzen.

4.2. Rechtliche Grundlagen

Als Spezialbank unterliegen der Manager und das Management von offenen Immobilienfonds folgenden grundlegenden Regelungen betreffend Risikomanagement:

- je nach Organisationsform (Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung) entweder § 84 Abs.1 AktG oder §22 GmbHG:

AktG: Die Vorstandsmitglieder haben bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Über vertrauliche Angaben haben sie Stillschweigen zu bewahren.

GmbHG: Die Geschäftsführer haben dafür zu sorgen, dass ein Rechnungswesen und ein internes Kontrollsystem geführt werden, die den Anforderungen des Unternehmens entsprechen.

- §39 (1) BWG

schreibt vor, dass die Geschäftsleiter eines Kreditinstitutes bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne des § 84 Abs. 1 AktG anzuwenden haben. Dabei haben sie sich insbesondere über die „bankgeschäftlichen und bankbetrieblichen Risiken zu informieren, diese angemessen zu begrenzen und Risikogleichläufe zu beachten“.

- §39 (2) BWG

Gemäß dem Proportionalitätsprinzip haben Kreditinstitute für die Erfassung, Beurteilung, Steuerung und Überwachung der bankgeschäftlichen und bankbetrieblichen Risiken über Verwaltungs-, Rechnungs- und Kontrollverfahren zu verfügen, die der Art, dem Umfang und der Komplexität der betriebenen Bankgeschäfte angemessen sind.

Die für die Verwaltung von offenen Immobilienfonds maßgeblichen speziellen Rechtsvorschriften als Basis für Risikomanagement finden sich im Immobilien-Investmentfondsgesetz bzw. AIFMG:

- §3 (1) ImmoInvFG:

Nur die Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien ist berechtigt, über die Vermögenswerte zu verfügen, die zu einem von ihr verwalteten Immobilienfonds gehören, und die Rechte aus diesen Vermögenswerten auszuüben; sie handelt hierbei im eigenen Namen für Rechnung der Anteilsinhaber. Sie hat hierbei die Interessen der Anteilsinhaber zu wahren, die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters im Sinne des § 84 Abs. 1 AktG anzuwenden und die Bestimmungen dieses Bundesgesetzes sowie die Fondsbestimmungen einzuhalten.

- §§ 4 und 5 ImmoInvFG:

Verfügungsbeschränkungen betreffend Vermögenswerte eines Immobilienfonds .

- §21 ImmoInvFG

Enthält die Vorgaben bezüglich Veranlagungsvorschriften.

- §22 ImmoInvFG

Enthält die Vorgaben bezüglich Mindeststreuung der Vermögenswerte.

- §12 AIFMG - Interessenkonflikte

Umsetzung angemessener Maßnahmen, um Interessenkonflikte zu ermitteln, die im Zusammenhang mit der Verwaltung von AIF auftreten sowie wirksame organisatorische und administrative Vorkehrungen iZm dem Umgang mit Interessenkonflikten/Offenlegung von Interessenkonflikten.

- i.V.m. Art. 30 - 36 Delegierte VO 231/2013 – Interessenkonflikte

In diesem Artikel werden geregelt: Arten von Interessenkonflikten, Grundsätze im Umgang mit Interessenkonflikten, Interessenkonflikte bei Anteilescheinrücknahmen, Präventions- und Steuerungsmaßnahmen, Überwachung und Offenlegung von Interessenkonflikten

- § 13 AIFMG – Risikomanagement:
 - Einrichtung einer funktional und hierarchisch unabhängige Risikomanagement-Funktion (in Verbindung mit Art. 42 Delegierte VO 231/2013)

§ 13 (1) AIFMG schreibt vor: „Ein AIFM hat die Funktion des Risikomanagements funktional und hierarchisch von den operativen Abteilungen zu trennen. (...), dass besondere Schutzvorkehrungen gegen Interessenskonflikte verwendet werden, um eine unabhängige Ausübung von Risikomanagementmaßnahmen zu ermöglichen und dass das Risikomanagement den Anforderungen dieser Bestimmungen genügt und durchgehend Anwendung findet.“

- Angemessene RM-Systeme zur Identifikation, Bewertung, Steuerung und Überwachung wesentlicher Risiken von AIF sowie Überprüfung dieser Systeme
- Verpflichtungen des AIFM
 - Due Diligence Prozess
 - laufende, ordnungsgemäße Bewertung, Einschätzung, Steuerung und Überwachung der Risiken der Anlagepositionen von AIF – u.a. durch Stresstests
 - Konsistenz zwischen Risikoprofilen von AIF und Größe, Portfoliostruktur, Anlagestrategien und -zielen gemäß Verträgen, Satzung, Prospekt und Emissionsunterlagen
 - Festlegung eines Höchstmaßes an Hebelfinanzierung von AIF (in Verbindung mit Art. 6 - 11 Delegierte VO 231/2013)
- i.V.m. Art. 38 Delegierte VO 231/2013 – Risikomanagement-Systeme
- i.V.m. Art. 39 Delegierte VO 231/2013 – Ständige RM-Funktion
 - Umsetzung der RM-Grundsätze und Verfahren (siehe Art 40 und 45)
 - Einhaltung der Risikolimits
 - Ermittlung der Risikoprofile
 - GL- und AR-Reporting (wie z.B. Kohärenz Risikoprofil und Risikostand, Einhaltung Risikolimits, RM-Prozess)
 - GL-Reporting zu Risikostand und Limitverletzung
 - Befugnisse und Informationszugang der RM-Funktion.
- i.V.m. Art. 40 Delegierte VO 231/2013 – RM-Grundsätze
 - Etablierung der Risikomanagement-Grundsätze hinsichtlich Nennung der relevanten Portfoliorisiken
 - Festlegung von Verfahren im Markt- Liquiditäts-, Gegenpartei-, operationalen und sonstigen Risikomanagement
 - Inhalte (wie z.B. Methoden , Zuständigkeitsverteilung, etc.)
- i.V.m. Art. 41 Delegierte VO 231/2013 – Bewertung, Überwachung und Überprüfung der RM-Systeme

- Angemessenheit und Wirksamkeit
 - Einhaltung der Grundsätze
 - Maßnahmen zu Mängelbehebung
 - Ausübung der RM-Funktion
 - funktionale und hierarchische Trennung
 - Überprüfung im Anlassfall
 - Behördliche Anzeigepflicht bei wesentlichen Änderungen der RM-Grundsätze
- i.V.m. Art. 42 Delegierte VO 231/2013 – Funktionale und hierarchische Trennung der RM-Funktion
 - Von operativen Einheiten getrennte Berichtslinien
 - Aufgabenseparation
 - Vergütungsbestimmungen
 - Trennung bis auf Ebene des Leitungsgremiums
- i.V.m. Art. 43 Delegierte VO 231/2013 – Schutzvorkehrungen vor Interessenkonflikten
 - zuverlässige Daten
 - unabhängige Vergütung
 - unabhängige Überprüfung
 - Befugnisse auf Ebene des Leitungsgremiums
 - Aufgabenseparation
- i.V.m. Art. 44 Delegierte VO 231/2013 – Risikolimits
 - Einsetzung quantitativer und qualitativer Risikolimits je AIF
- i.V.m. Art. 45 Delegierte VO 231/2013 – Risikomessung und Risikomanagement
 - Schaffung der Fähigkeit zur Messung und zum Management der Portfoliorisiken
 - Einhaltung der Risikolimits
 - Dokumentation der Methoden und Prozesse zur Messung der Portfoliorisiken
 - Stresstesting
 - Implementierung eines mit den Risikoprofilen jeweils konsistenten Limitsystems je AIF
 - Durchführung der Limitkontrolle
 - Liquiditätsrisikomanagement
- i.V.m. Art. 60 Delegierte VO 231/2013 – Kontrolle durch GL und AR

- Umsetzung und Einhaltung des Limitsystems
 - Billigung und Überprüfung der Grundsätze für das Risikomanagement
 - Berichtswesen zum Risikomanagement
- §14 AIFMG – Liquiditätsmanagement
 - angemessenes Liquiditätsmanagementsystem
 - Verfahren zur Überwachung der Liquiditätsrisiken
 - Konsistenz von Liquiditätsprofil und zugrunde liegen Verbindlichkeiten
 - Liquiditätsstresstests
 - Konsistenz von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rahmengrundsätzen
- i.V.m. Art. 46 Delegierte VO 231/2013 – Liquiditätsmanagementsystem und -verfahren
 - Nachweis der Existenz eines Liquiditätsmanagementsystems
 - Konsistenz mit Anlagestrategien, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätzen
- i.V.m. Art. 47 Delegierte VO 231/2013 – Liquiditätsrisikoüberwachung und -steuerung
 - Sicherstellung einer den regulatorischen Vorgaben (ImmoInvFG) entsprechenden Liquidität
 - Bewertung der relativen Liquidität am Markt auf Basis von Zeitbedarf für Liquidierung, Liquidationspreis, Sensitivität gegenüber Marktrisiko und sonstigen Faktoren
 - Überwachung des Liquiditätsprofils unter Berücksichtigung von Anlegerbasis, Umfang der Anlagen und Rücknahmebedingungen unter normalen und außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen
 - Instrumente und Verfahren zur Steuerung des Liquiditätsrisikos je AIF unter Berücksichtigung einer fairen Behandlung aller Anteilscheineigner sowie Dokumentation und Überprüfung dieser Grundsätze
 - Definition von angemessenen Eskalationsmaßnahmen zur Bewältigung von Liquiditätsengpässen
- i.V.m. Art. 48 Delegierte VO 231/2013 – Liquiditätsmanagement-Limits und -Stresstests

- Festlegung und Überwachung von mit den Verbindlichkeiten und Rücknahmegrundsätzen konsistenten Liquiditätslimits
- Festlegen von Maßnahmen bei Limitüberschreitungen
- Stresstests unter Zugrundelegung von normalen und außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen
 - auf Basis quantitativer Information
 - Berücksichtigung von mangelnder Asset-Liquidität und atypischen Rücknahmeforderungen
 - Berücksichtigung von Marktrisiken
 - Berücksichtigung von Bewertungssensitivitäten unter Stressbedingungen
 - mind. jährliche Durchführung unter Berücksichtigung von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil, Anlageart und Rücknahmegrundsätzen
- i.V.m. Art. 49 Delegierte VO 231/2013 – Kohärenz von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätzen
 - „Rücknahme unter fairer Behandlung aller Anleger im Einklang mit Rücknahmegrundsätzen“
- §17 AIFMG – Bewertung
 - i.V.m. §29 ImmoInvFG – Bewertung der Vermögenswerte
- §23 (3) AIFMG – Beschränkungen der Hebelfinanzierung
- i.V.m. Art. 6 - 11 Delegierte VO 231/2013
 - Bestimmungen zur Berechnung der Hebelfinanzierung
 - Brutto-Methode
 - Commitment-Methode

Ein enger inhaltlicher Bezug zu den Anforderungen an das Risikomanagement besteht darüber hinaus hinsichtlich folgender Regelungen:

- §18 AIFMG - Übertragung

Allgemeine Anforderungen im Falle einer Delegation sowie besondere Bestimmungen zur Übertragung des Risikomanagements

- i.V.m. Art. 75 - 82 Delegierte VO 231/2013 – Übertragung
 - Grundsätze
 - Begründung
 - Merkmale des Beauftragten

- Bestimmungen für Übertragung von Portfolioverwaltung und RM
- Beaufsichtigung
- Interessenkonflikte
- Unterbeauftragung
- Briefkastenfirmen

Abschließend soll noch auf die Geltung des WAG⁵⁵ hinsichtlich des Managements von AIF im Sinne von Immobilieninvestmentfonds eingegangen werden.

Gemäß §2 Abs. 3 WAG finden zum einen ausschließlich die §§ 33, 38 bis 60, § 62 Abs. 1 bis 3, § 90 Abs. 8 und die §§ 94 bis 96 Anwendung. Diese Regelungen umfassen die Inhalte

- Schutz des Kundenvermögens
- Interessenskonflikte
- Verpflichtungen zum Handeln im besten Interesse des Kunden
- Eignung und Angemessenheit der Wertpapierdienstleistung
- Berichtspflichten
- Bestmögliche Durchführung von Dienstleistungen
- Aufsicht und Strafbestimmungen

Es ist jedoch anzumerken, dass Verweise aus anderen Normenbereichen die Anwendbarkeit weitere Regelungen des WAGs definieren können. Dies ist beispielsweise im § 3 Abs. 4a BWG der Fall, der auf die Eigenmitteldefinition des §10 Abs. 5 Z 1WAG verweist.

§3 Abs. 4 Z a BWG:

„Für Kreditinstitute, die zum Betrieb des Immobilienfondsgeschäfts gemäß § 1 Abs. 1 Z 13a berechtigt sind, gilt, dass (...)

(...) Abs. 2. die Eigenmittel unabhängig von der Eigenmittelanforderung zu keiner Zeit unter den gemäß § 10 Abs. 5 Z 1 WAG 2018 zu ermittelnden Betrag absinken dürfen.“

⁵⁵ <http://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20009943>

4.3. Evaluierung der rechtlichen Vorgaben auf Investmentfondsebene bezogen auf die für den Investmentfonds definierten Risiken

4.3.1. Allgemeine Einleitung

„Wie sicher ist das Renditeversprechen?“

„Wie sicher ist meine Vermögensanlage?“

„Wie sicher ist der, dem ich mein Vermögen anvertraut habe?“

Diese Fragen sind grundlegende Fragen jedes Investors und sind diese abhängig vom jeweiligen Anbieter und Kapitalmarktprodukt unterschiedlich zu beantworten.

Denkt man diese Fragen weiter bzw. fokussiert auf die „Essenz“ dieser 3 Fragen, so lautet die grundlegende Fragestellung bei Investments:

„Welche Abweichungen von den definierten Zielen sind möglich (= Risiko) und wie und von wem werden diese gesteuert?“

Beispiele für mögliche Abweichungen können sein:

- Wie und wer prüft die Einhaltung des erteilten „Vermögensverwaltungs-auftrags“ bzw. die Einhaltung der vereinbarten Anlagerichtlinien?
- Wie erfolgt die Sicherung meiner Vermögensanlage vor dem Zugriff Dritter (Gläubiger des Managers oder unberechtigte Dritte)?
- Welche Vorkehrungen bestehen zur Sicherung von Ansprüchen, wenn der Manager schuldhaft fehlerhaft agiert und der Wert meiner Vermögensanlage vermindert wird?

Aufgrund der Komplexität des Investmentgeschäfts, der unterschiedlichen Produkte, der großen Anzahl der Teilnehmer mit unterschiedlichen Interessenslagen, aufgrund des bestehenden Konkurrenz/Preisdrucks, den hohen Veranlagungssummen aufgrund der Vermögenspools und generell aufgrund der Internationalisierung von Risiken ist es für Anleger (insbesondere Privatanleger) kaum möglich, die immanten Risiken von Veranlagungen gesamthaft zu erfassen.

Wie noch später im Detail dargelegt wird, wird in dieser Arbeit die These bearbeitet, dass der Gesetzgeber bei indirekten Veranlagungen in Immobilien in Form des offenen Immobilienfonds einige Vorkehrungen zur Risikosteuerung zum Vorteil der Investoren im Verhältnis zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen definiert hat. Trotz der grundsätzlich gleichen „Basis“ (= indirekte Immobilienveranlagung)

hat der Gesetzgeber einige Unterschiede in der Risikosteuerung zwischen Investoren, dem Manager, der Aufsicht und sonstigen Beteiligten festgelegt. Trotz dieser rechtlichen Vorsorgen, muss festgehalten werden, dass das Verfehlen der angedachten Rendite bis hin zu einer Reduktion/gesamten Verlust des eingesetzten Kapitals als „Kapitalmarktprodukt“ auch bei Investitionen in offenen Immobilienfonds nicht auszuschließen ist.

Diese Betrachtungsweise/der Vergleich von Produkten nach Risikogesichtspunkten ist eher unüblich und sind vor allem auch Privatanlegern die Vorteile des Produktes offener Immobilienfonds unter diesen Risiko-Aspekten im Detail nicht bekannt.

In dieser Arbeit wird die Beurteilung der Vorteile der Risikosteuerungsmaßnahmen durch Dritte für Investoren in offene Immobilienfonds **ausschließlich aus Sicht der Investoren** durchgeführt. Die Evaluierung der Rahmenbedingungen hinsichtlich etwaiger Vorteile für die Aufsicht oder des AIFM werden in dieser Arbeit daher nicht untersucht.

Ausgangspunkt für die Untersuchung bilden die den jeweiligen Risikokategorien zugeordneten Risikoarten bzw. Einzelrisiken. Wie unter 3.1. dargelegt, hat sich in der wissenschaftlichen und der rechtlichen Bearbeitung keine abschließende Risikokategorisierung manifestiert. Dieser Arbeit liegt daher eine allgemein für alle indirekten Immobilienveranlagungen anwendbare Risikokategorisierung zugrunde.

Einleitend soll noch auf die Begrifflichkeiten Portfolio-Risiko und Unternehmensrisiko eingegangen werden und darauf hingewiesen werden, dass es zahlreiche Wechselwirkungen zwischen diesen Risikoebenen gibt:

- Portfoliorisiken: Risiken, die primär in der Sphäre des Fonds liegen und grundsätzlich durch den Investor getragen werden.
- Unternehmensrisiken: Risiken, die primär in der Sphäre der Asset Management-Gesellschaft liegen und grundsätzlich von dieser getragen werden

Beispiel für Wechselwirkung: aufgrund von Mietausfällen aufgrund von Leerstand sinken die Erträge bzw. aufgrund von bisher unbekannten Mängeln steigen die erforderlichen Wartungskosten bzw. Reparaturen bei Objekten. Die jährliche Bewertung ergibt eine Reduktion der Immobilienwerte, es folgen daher auf Portfolio-Ebene größere Abflüsse aufgrund sinkender Performance. Als Wechselwirkung sinken auf Unternehmensebene die Einnahmen aus den Managementgebühren für

die Verwaltungsgesellschaft bzw. müssen Maßnahmen zur Liquiditätssteuerung (bis hin zum Verkauf von Immobilien) geprüft werden.

Im Rahmen dieser Arbeit ist es nicht möglich, alle Unterschiede in der vom Gesetzgeber für Investoren eingerichteten Risikosteuerung im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen im Detail zu erarbeiten, eine Bearbeitung des gesamten Spektrums würde im Rahmen dieser Arbeit nicht möglich sein. Der Fokus wird auf folgende Risiken gelegt:

- Risiken aus fehlerhaftem bzw. mangelhaftem Management / Pkt. 4.3.2.
- Immobilienrisiken (Ankaufs-/Verkaufs-, Entwicklungs-, Bewirtschaftungs-, Leerstandsrisiken, etc.) / Pkt. 4.3.3.
- Liquiditätsrisiken / Pkt. 4.3.4.

Der Aufbau der Unterkapitel ist nach folgendem Schema strukturiert:

Unter „**Allgemein**“ wird die Risikosituation einleitend auf sehr hoher Ebene dargestellt und somit eine grundsätzliche Beschreibung gegeben.

In der darauf aufbauenden „**Risikoidentifikation im Detail**“ erfolgt die Aufzählung und Erläuterung der Einzelrisiken auf Basis der dargelegten Risikosituation.

Im Abschnitt „**Wesentliche rechtliche Normen**“ werden die zugrunde liegenden Normen für indirekte Anlagen in offene Immobilienfonds angeführt und deren wesentlichen Inhalte zusammengefasst.

Einen wesentlichen Aspekt stellt auch die Frage nach dem „**Zweck der Normen**“ (der offenen Immobilienfonds) dar – und zwar dahingehend, ob die vom Gesetzgeber geschaffene normative Situation geeignet ist, die identifizierten Risiken tatsächlich auch zu steuern.

Unter der Rubrik **Risikosteuerungsfunktion** erfolgt eine Zuordnung der vom Gesetzgeber definierten Vorgaben hinsichtlich der beabsichtigten Risikosteuerung. Dies erfolgt anhand der im Kapitel Risikomanagement ausgeführten Einteilungskriterien.

Der Abschnitt „**Rechtliche Risiko-Vorgaben im Vergleich zu anderen indirekten Immobilien-Veranlagungen**“ verfolgt das Ziel, die Unterschiede der identifizierten Risiken und Vorkehrungen für offene Immobilienfonds mit den Risikosteuerungsmaßnahmen anderer indirekter Anlagemöglichkeiten aufzuzeigen.

Unter „**Anmerkungen**“ werden etwaige inhaltliche Zusatzinformationen – soweit vorhanden – dokumentiert.

Im letzten inhaltlichen Bereich „**Vergleich mit den Regelungen für offene Immobilienspezialfonds**“ wird untersucht, ob und bejahendenfalls welche Abweichungen der Gesetzgeber bei der „Aufgabenverteilung“ der Risikosteuerung für Anleger in Immobilienspezialfonds definiert hat. Diese Regelungen sind primär im ImmoInvFG und zu Teilen auch im AIFMG zu finden und es ist zu vermuten, dass der Gesetzgeber die Risikosteuerung im Vergleich zu „Privatanlegern“ in die Sphäre der professionellen Anleger verlagert.

Unter dem Punkt „**Zusammenfassung**“ sollen die Schlüsselaussagen kurz dargestellt werden. Diese sollen das Ergebnis der jeweiligen Teilbetrachtung und somit auch die Basis für die Schlussfolgerung und Kurzfassung darstellen.

Grundlagen der folgenden Ausführungen sind in den jeweiligen Kommentaren zu den zitierten Gesetzen (soweit bereits verfügbar), den erläuternden Regierungsvorlagen und diversen weiteren Gesetzes-Materialien auf nationaler wie internationaler Ebene zu finden. Diese werden daher nicht laufend zitiert. Insofern spezielle weitergehende Literatur herangezogen wird, erfolgt ein entsprechender Hinweis.

4.3.2. Risiken aus fehlerhaftem bzw. mangelhaftem Management

Allgemein: Im Rahmen jedes Veranlagungsauftrags an einen Dritten stehen für den Investor die Auswahl des Dritten, die vereinbarten Veranlagungsrichtlinien (Verbindlichkeit, Einhaltung und Überprüfung), die Qualifikation und Überprüfung des Auftragnehmers = Managers sowie auch die Einschätzung darüber, wie sicher das veranlagte Vermögen beispielsweise vor Zugriffen Dritter ist, wesentliche Grundlagen dar.

Wesentliche Risiken bei indirekten Immobilienveranlagungen bestehen in diesem Zusammenhang vor allem darin, dass Investoren keine gesicherte Gläubiger-Position hinsichtlich der gekauften Assets haben, keine detaillierten Informationen und Einsichtnahmen über den beauftragten Dritten gegeben sind oder für den Dritten rudimentäre Organisationsvorschriften bestehen, die auch keiner weitergehenden unabhängigen externen Kontrolle unterliegen. Diese Risikokategorie befasst sich

somit mit den Unternehmens- und den allgemeinen Veranlagungsrisiken, die schlussendlich auch Einfluss auf die Qualität des Portfolios und somit den Ertrag und die Sicherheit der Veranlagung generell haben.

Einleitend soll hier festgehalten werden, dass in diesem Bereich lediglich beispielhaft Themen bearbeitet werden, da die potentiellen Risiken im Zusammenhang mit mangelhafter Unternehmensorganisation/Management und somit auch der Regelungsumfang sehr hoch sind.

Hauptaugenmerk wird in dieser Kategorie daher auf die Themenstellungen „Sicherung des eingesetzten Kapitals“ und „Anlagerichtlinien“ gelegt.

Risikoidentifikation im Detail: Ein gewisses Spannungsverhältnis liegt in der Natur des Auftraggeber/Auftragnehmer-Verhältnisses. Die Anspannung wird unter unterschiedlichsten Aspekten gesteigert. Beispielsweise wenn, wie bei indirekten Vermögensanlagen in Immobilienfonds, auf der einen Seite (Auftragnehmer) lediglich eine Partei und auf der anderen Seite (Auftraggeber) potentiell eine große Anzahl an Teilnehmern mit unterschiedlichen Interessenslagen, hohen „Auftragssummen“, und komplexen „Auftragsvorgängen“ (im Sinn von Kapitalmarktthemen) gegeben sind.

Aus Blickwinkel des Investors lassen sich unter anderen folgende wesentliche Risiken diesem Bereich zuordnen:

- Risiken in unmittelbarem Zusammenhang mit dem beauftragten Manager:
 - mangelhafte Qualifikation / Ressourcen / interne Organisation des Managers (inkl. z.B. unzureichende Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenskonflikten)
 - unzureichende Risikomanagement- und Liquiditätsmanagementsysteme
 - Vergütungssysteme, die Anlegerinteressen nicht ausreichend abbilden.
 - unzureichende externe und unabhängige Aufsicht der Tätigkeit des Managers
 - das anvertraute Vermögen ist vom Vermögen des Managers wirtschaftlich nicht getrennt und somit nicht vor Ansprüchen anderer – inkl. anderer Investoren – gesichert.
 - unzureichende Kapitalausstattung/Vorsorgen des Managers z.B. für etwaige vom Manager verschuldete Schadensfälle

- mangelnde Vorkehrungen zur Weiterführung kritischer Unternehmensprozesse bei Ausfall von wesentlichen Systemen / Ressourcen.
- Risiko der Delegation von Funktionen an Dritte mit der Konsequenz mangelnder Qualifikation des Dritten oder mangelnder Durchgriffsrechte des Auftraggebers auf diese Dritten.
- bestehende andere Geschäftsfelder des Anbieters von indirekten Immobilienveranlagungen führen zu einer mangelnden Spezialisierung hinsichtlich der Erfordernisse des Investmentfondsgeschäfts
- Risiken im Zusammenhang mit der Themenstellung „Anlagerichtlinien“:
 - die dem Auftrag zugrunde liegenden Anlagerichtlinien sind inhaltlich nicht verbindlich bzw. räumen dem Manager sehr weite Interpretationsmöglichkeiten ein.
 - die Anlagerichtlinien werden einseitig vom Manager ohne Information an Investoren geändert.
 - Investoren erhalten keine oder unzureichende Informationen, um die Einhaltung der Anlagerichtlinien zu überprüfen.
 - es erfolgt keine externe Qualitätssicherung / Überprüfung hinsichtlich der Einhaltung der Anlagerichtlinien

Wesentliche rechtliche Normen für offene Immobilienfonds:

§§1 bis 4, §10, §16 ImmoInvFG, §§ 2 und 9 AIFMG, Art 25 Abs. 3 Delegierte VO 231/2013: alle zitierten Regelungen definieren dem Grunde nach, dass das veranlagte Vermögen dem jeweiligen Manager zuzuordnen und von diesem als **eigenständiges (= Sonder-)Vermögen** zu verwalten ist, dass dieses aber weiterhin im wirtschaftlichen Eigentum der Anleger steht. Zudem werden dem Manager Verfügungsbeschränkungen rechtlich auferlegt (z.B: Zustimmung durch die Depotbank bei gewissen Geschäften), die teilweise sogar im Grundbuch einzutragen sind.

Durch das Investment in Immobilienfonds ist der Anleger in keiner gesellschaftsrechtlichen Form mit dem Unternehmen/Manager verbunden (beispielsweise über einen Gesellschaftsanteil mittels Aktie), sondern die Position des Investors ist schuldrechtlicher Natur.

Durch diese Konstruktion, die im Detail im ImmoInvFG (und sich auch im AIFMG findet) geregelt ist, sind folgende Risiken für den Anleger durch den Gesetzgeber ausgeschlossen:

- Gläubiger des Managers können nicht auf Anteilswerte der Anteilsinhaber Exekution führen.
- Gläubiger von Anteilsinhabern können ausschließlich auf den jeweiligen Anteil des Anteilsinhabers Exekution führen – und nicht auf das Vermögen des Investmentfonds.
- Verfügungen über das Fondsvermögen können ausschließlich durch den Treuhänder (= Manager) getroffen werden. Es ist somit auch beispielsweise ausgeschlossen, dass eine Mehrheit der Anteilinhaber Beschlüsse betreffend die Gestionierung des Fonds generell und im Speziellen gegen den Willen anderer Anteilsinhaber treffen kann.
- Sollte die Konzession des Managers zur Veranlagung aus welchem Grund auch immer enden, hat zunächst die Depotbank die Verwaltung des Vermögens fortzuführen und abhängig vom und im Anlegerinteresse entweder den Fonds abzuwickeln oder die Übertragung auf einen anderen Manager umzusetzen. Diese Maßnahmen können ausschließlich unter Aufsicht und Bestätigung der zuständigen Aufsicht umgesetzt werden

§2 Abs. 1 ImmoInvFG i.V.m. § 1 Abs. 1 Z 13 BWG, § 2 Abs. 6 und 7, §§ 4 bis 8 BWG, §§ 4 bis 9 AIFMG, Art. 12 bis Art 15 Delegierte VO 231/2013: die zitierten Normen regeln sehr umfassend **Konzessionsvoraussetzungen, Eigenmittelanforderungen, Berufshaftpflichtversicherungen** und die Bedingungen, unter denen die Konzession wieder entzogen werden kann bzw. zu entziehen ist.

Wesentlich ist hier festzuhalten, dass das Immobilienfondsgeschäft eine Konzession als Spezialbank gem. BWG voraussetzt.

Beispielsweise gilt gemäß § 3 Abs. 4a Z 2 BWG für Kreditinstitute, die zum Betrieb des Immobilienfondsgeschäfts gemäß § 1 Abs. 1 Z 13a berechtigt sind, dass die **Eigenmittel** zu keiner Zeit unter den gemäß § 10 Abs. 5 Z 1 WAG 2018 zu ermittelnden Betrag absinken dürfen. Dieser § 10 Abs. 5. Z 1 legt das Eigenkapitalerfordernis als Mindestbetrag in der Höhe von 25 vH der fixen Gemeinkosten des letzten festgestellten Jahresabschlusses gemäß Abs. 6 fest.

Darüber hinaus werden zwecks Sicherstellung des Haftungskapitals in **§2 Abs. 6 und Abs. 7 ImmoInvFG** Vorgaben hinsichtlich Zuweisung des Aufgelds zu einer getrennten Rücklage und die mündelsichere Veranlagung der Hälfte des

§§ 9, 35 ImmoInvFG, §19 AIFMG, iVm Art 83 bis Art. 102 Delegierte VO 231/2013: eine wesentliche risikobegrenzende Funktion ist durch das rechtliche Erfordernis der **Einrichtung der unabhängigen Depotbankfunktion** = Verwahrstelle, der klaren Aufgaben und Kompetenzzuordnung an diese und entsprechende organisatorische Rahmenbedingungen wie insbesondere Inkompatibilitätsbestimmungen gegeben. Folgendes Beispiel für die Risikobegrenzung soll näher ausgeführt werden:

- §9 Abs. 1 und § 35 Abs. 2 ImmoInvFG iVm §19 Abs. 8 Z. 2 AIFMG iVm Art. 89 Abs. 1 Z g bzw. Art. 90 Abs. 2 Z c Delegierte VO 231/2013: eine wesentliche Funktion der Depotbank ist die Überprüfung und Sicherstellung der Eigentumssituation der Anleger entsprechend der angeführten Normen. Im Bereich des ImmoInvFG hat beispielsweise die Depotbank zu überprüfen, ob die Verfügungsbeschränkungen (=Zustimmungserfordernisse der Depotbank) im Grundbuch eingetragen sind und somit den Publizitätserfordernissen des Grundbuchs gerecht werden.
- Um diese Aufgabe erfüllen zu können, stehen der Depotbank weitgehende Einsichtsrechte beim AIFM zu und bedürfen darüber hinaus auch beispielsweise Änderungen der Fondsbestimmungen, Erwerb, Belastung und Verkauf von Immobilien der vorab einzuholenden Genehmigung der Verwahrstelle.
- Die Unabhängigkeit der Depotbank ist durch zahlreiche Unvereinbarkeitsbestimmungen gestärkt (keine Beteiligungen des AIFM an der Verwahrstelle, wechselseitiger Ausschluss der Möglichkeit von Aufsichtsrats/GL-Mandaten zwischen Depotbank und AIFM).

§3 Abs. 3 ImmoInvFG, § 39 BWG, § 10 AIFMG iVm Art 20 EU-AIFM-VO, § 18 AIFMG: die angeführten Bestimmungen definieren die Voraussetzungen, unter denen die **Übertragung von Aufgaben an Dritten** möglich ist. Diese Regelungen

werden zusätzlich durch Mindeststandards der FMA ergänzt⁵⁶, die im Detail die für eine erstmalige Auslagerung vorangehenden Maßnahmen und die laufenden Überprüfungsmaßnahmen definieren. Die Regelungen sind sehr weitgehend und umfassen beispielsweise folgende Bestimmungen:

- es muss sichergestellt sein, dass es zu keinen Interessenskollisionen kommt und die Inkompatibilitätsbestimmungen eingehalten werden
- der Auftraggeber muss rechtlich und faktisch (mit entsprechenden Vorkehrungen) jederzeit die Möglichkeit haben, den Vertrag im Interesse der Anleger zu beenden
- durch die Auslagerungen dürfen die Kontrollrechte der Aufsicht nicht eingeschränkt werden

§34 ImmoInvFG iVm §21 AIFMG: der Gesetzgeber hat in den angeführten Normen sehr wesentliche Rahmenbedingungen für die Risikobegrenzung für Investoren festgelegt – und mit diesen auch gleichzeitig den Handlungsspielraum für Manager begrenzt. Im Detail sehen die Regelungen folgende risikosteuernden Maßnahmen vor:

- inhaltlich: der Manager hat die Anlagestrategie im Detail schriftlich festzuhalten. Neben den immobilienpezifischen Punkten (Nutzungsart, Objektart, Core/CorePlus, geographische Lage, etc.) sind auch die zahlreichen immobilienfonds-spezifischen Regelungen (Bewertungsverfahren, zu definierende Grenzen wie z.B: Anzahl der Objekte, ...) festzulegen.
- formal: bevor die Fondsbestimmungen (Ersterstellung oder Änderung) Kunden kommuniziert werden dürfen, müssen diese vom Aufsichtsrat, gefolgt von der Depotbank und abschließend durch die Finanzmarktaufsicht genehmigt werden. Aufsichtsrat und Depotbank werden vor allem die Einhaltung der gesetzlichen Mindestanforderungen prüfen, die Aufsicht hat den gesetzlichen Auftrag, die berechtigten Interessen der Anteilsinhaber sicherzustellen und darf daher die Anlagerichtlinie nur unter der Voraussetzung genehmigen, dass zusätzlich zur legal compliance die Fondsbestimmungen nicht den Interessen der Anteilsinhaber widersprechen.

⁵⁶ Vgl. FMA-MINDESTSTANDARDS FÜR SONDERKREDIT-INSTITUTE UND AIFM FÜR DIE VORNAHME EINER DUE DILIGENCE, Stand Februar 2016

- organisatorisch: es ist selbstredend und dennoch rechtlich definiert, dass der Manager im Rahmen des laufenden Managements selbst die Einhaltung der Anlagerichtlinien durch geeignete Maßnahmen (interne Kontrollmechanismen) sicherzustellen hat. Dass die Einhaltung der Richtlinien zusätzlich jährlich durch unabhängige Fondsprüfer im Rahmen der Prüfung der Rechenschaftsberichte geprüft wird, ist ein weiterer wesentlicher Aspekt. Schlussendlich sind diese wiederum der FMA vorzulegen.

Abschließend werden noch folgende wesentliche spezielle organisatorischen Regelungen angeführt:

- §2 Abs. 5 ImmoInvFG: Aufsichtsratspflicht auch bei kleinen GmbHs
- §2 Abs. 6 ImmoInvFG: Verpflichtung zur Stellung eines Staatskommissärs
- §2 Abs. 9 und §18 ImmoInvFG: diverse Inkompatibilitätsbestimmungen
- aufgrund der Konzession als Spezialbank ist generell die Geltung wesentlicher Bestimmung des BWG hervorzuheben. Beispielsweise §73 BWG (Anzeigepflichten), detaillierte Vorgaben hinsichtlich der Leitungs- und Kontrollorgane in der Immobilien KAG ⁵⁷
- Art 12 bis 14 Delegierte, Art 21 Delegierte VO 231/2013 hinsichtlich Dokumentations- und Informationserfordernissen und Anforderung an das Leitungsgremium

Zweck der Normen:

Aufgrund der großen Anzahl der in diesem Abschnitt zitierten Normen ist es ausschließlich möglich, folgende allgemeine zusammenfassende Punkte wiederzugeben:

Der Anleger hat keine Einflussmöglichkeit auf das konkrete Management, die Organisationsstrukturen des Managers und beispielsweise die Anlagerichtlinien.

Es ist daher die Intention des Gesetzgebers im Bereich des ImmoInvFG und AIFMG, die Veranlagungen unabhängig von der Höhe des jeweiligen Investments (=Anlegergleichbehandlung) zu sichern, den Anlegern größtmögliche Transparenz zu bieten und über eine vom Manager unabhängig Verwahrungsfunktion die

⁵⁷ Vgl. Rundschreiben zur Eignungsprüfung von Geschäftsleitern, Aufsichtsratsmitgliedern und Inhabern von Schlüssel-funktionen (Fit & Proper – Rundschreiben), Stand November 2014

Abwicklung der Transaktionen zu ermöglichen. Zusätzliche interne (Aufsichtsrat) wie externe (Fondsabschlussprüfer, Aufsicht) Kontroll- und Genehmigungsinstanzen stellen weitere risikosteuernde Maßnahmen dar.

Risikosteuerungsfunktion: entsprechend der „Vielfalt“ der Risikoinhalte sind auch beinahe alle Risikosteuerungsmaßnahmen abgebildet. Es werden in diesem Bereich auch die Zuordnungen beispielhaft und zusammenfassend angeführt:

Zuordnung von Regelungen zur Kategorie „Risikovermindernd“:

- Eigenkapitalvorschriften
- Organisationsvorgaben wie insbesondere Inkompatibilitätsvorschriften
- Zustimmungs/Kontrollerfordernisse durch Aufsichtsrat, Depotbank
- Mindestanforderungen bei Auslagerungen an Dritte

Zuordnung von Regelungen zur Kategorie „Risikovermeidend“:

- alle Themen im Zusammenhang mit Erteilung und Entzug der Konzession
- Vorgaben betreffend die Organisation des Anlagevermögens als Sondervermögen

Zuordnung von Regelungen zur Kategorie „Risikoübertragend“:

- Regelungen hinsichtlich Abschluss von Berufshaftpflichtversicherungen

Rechtliche „Risiko-Vorgaben“ im Vergleich zu anderen indirekten Immobilien-Veranlagungen:

Einleitend ist festzuhalten, dass entsprechend der unter Allgemein angeführten Fokussierung auf „**Sicherung des Vermögens des Investors**“ und die „**Anlagerichtlinien**“ in diesem Unterkapitel vor allem die Unterschiede in diesen beiden Punkten bearbeitet werden.

• Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Aktien

„**Sicherung des Vermögens des Investors**“: das Aktiengesetz basiert auf folgenden Grundlagen:

- der Aktionär = Investor ist mit seinem Investment Teilhaber der Gesellschaft, die Rechtsstellung des Investors/Kapitalnehmers ist somit gesell-

schaftsrechtlicher Natur (im Vergleich zur schuldrechtlichen Natur bei offenen Immobilienfonds).

- Das investierte Kapital ist nicht als Sondervermögen vom Vermögen der Gesellschaft getrennt und wird nicht von einem Treuhänder „verwaltet“. Vielmehr steht das Kapital der Gesellschaft uneingeschränkt zur Umsetzung der Geschäftspolitik zur Verfügung.
- Das Investment des Kapitalgebers wird durch die Aktie = sein Anteilschein repräsentiert.
- Es bestehen umfassende und detaillierte Regelungen zum Gesellschaftskapital (Erhöhung, Herabsetzung, Begebung von Wandelschuldverschreibungen, etc.). Änderungen sind immer an die Zustimmung des Aufsichtsrates und der Hauptversammlung gebunden.
- Die Differenzierung von Investoren im Sinn des Aktiengesetzes orientiert sich an den „Aktien“, die nach diversen Kriterien differenziert werden und beispielsweise auch die Möglichkeit des Ausschluss/Verzichts des Stimmrechts vorsehen. Das Aktiengesetz kennt somit keine Differenzierung zwischen „Publikums- und Spezialaktien“.

Es bestehen zwar zahlreiche Maßnahmen des Gesetzgebers zur Steuerung des Verlustrisikos für den Kapitalgeber hinsichtlich der „Sicherheit des Vermögens“. So ist beispielsweise gleichgelagert, dass Gläubiger der Aktiengesellschaft nicht auf die Aktien des Anteilsinhabers Exekution führen können und dass auch Gläubiger von anderen Aktionären ausschließlich auf den jeweiligen Anteil des jeweiligen Anteilsinhabers Exekution führen können – und nicht auf das Vermögen des Unternehmens.

Dem Wesen des „gesellschaftsrechtlichen Anteils“ entspricht es jedoch, dass Verfügungen über das Gesellschaftsvermögen nicht im ausschließlichen Interesse aller Anteilsinhaber erfolgen müssen. liegt somit die alleinige Verfügungsmacht nicht beim Vorstand/Aufsichtsrat als „Verwalter des Vermögens“.

Eine weitere Konsequenz dieser gesellschaftsrechtlichen Konstruktion ist die Bindung des Anteils und des Anteilswertes unmittelbar an die Entwicklung der Gesellschaft. Sollte die Gesellschaft aus welchem Grund auch immer enden, ist auch der Anteil „gegenstandslos“ und wird beispielsweise nicht an eine „Depotbank“ zur Fortführung übertragen.

Unabhängig von zahlreichen Vorschriften aus dem Aktiengesetz (und auch anderen Gesetzen wie z.B. UGB, ...) kann zusammenfassend festgehalten werden, dass die

im ImmoInvFG definierte Treuhandkonstruktion bezogen auf das Risiko der Sicherung des veranlagten Kapitals aufgrund der schuldrechtlichen Natur und den rechtlich normierten Verfügungsbeschränkungen weitergehender ist.

„Anlagerichtlinien“:

Für das öffentliche Angebot von Aktien besteht Prospektpflicht gemäß dem KMG. Die Details zum KMG sind unter dem Unterkapitel „Vergleich zu Anleihen“ ausgeführt.

Darüber hinaus ist einleitend festzuhalten, dass der Gesetzgeber bei der Veranlagung von Immobilienfonds sehr detaillierte inhaltliche und formale Rahmenbedingungen für das wirksame Zustandekommen der Anlagerichtlinien erlassen hat. Diese Anlagerichtlinien regeln das Verhältnis auf Produktebene und sind rechtlich losgelöst von der Geschäftsstrategie des Managers/Unternehmens.

Da Anleger in Immobilien-Aktien nicht in ein Produkt an sich investieren, sondern Teilhaber eines Unternehmens sind, sind zusätzlich zum Prospekt gemäß KMG die wesentlichen Informationen zur „Anlagestrategie“ in den jeweiligen Geschäftsberichten und anderen Veröffentlichungen ersichtlich. Juristisch möglicherweise nicht gänzlich korrekt formuliert, aber inhaltlich auf den Punkt gebracht könnte kurz zusammengefasst werden: „Die Immobilien-Aktie ist das Produkt der Geschäftsstrategie“. Darunter ist zu verstehen, dass das Unternehmen (= das Management in Abstimmung mit dem Aufsichtsrat) im Rahmen der Gründung den Unternehmensgegenstand sowie die strategische Ausrichtung und damit die Basis für die Geschäftstätigkeit definiert. Der Investor beteiligt sich mittels Immobilien-Aktie an dieser Geschäftstätigkeit und erwirbt somit „Anteile an dieser Geschäftstätigkeit“. Ein Beispiel für eine umfassende Geschäftsstrategie wird beispielsweise von der CA Immo AG im Internet veröffentlicht⁵⁸.

§ 95 Abs. 5 Z. 8 AktG definiert, dass die Festlegung allgemeiner Grundsätze der Geschäftspolitik nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden soll. Darüber hinaus bestehen zur Festlegung der Strategie keine weiteren organisatorischen, formellen oder aufsichtsrechtlichen Vorgaben. Inhaltlich und organisatorisch ist noch festzuhalten, dass der Vorstand die strategische Ausrichtung des Unternehmens laufend mit dem Aufsichtsrat abzustimmen hat und

⁵⁸ http://www.caimmo.com/fileadmin/documents/Unternehmen/Strategie_CAI_2018_DE.pdf

dass dieser mit dem Kontrollgremium in regelmäßigen Abständen den Stand der Strategieumsetzung erörtert.

„**Organisation**“: das Aktiengesetz definiert in zahlreichen Regelungen die Organisationsanforderungen der Gesellschaft, ergänzend zum Aktiengesetz hat sich in Österreich der Corporate Governance⁵⁹ etabliert.

§§ 70 bis 85 AktG regeln beispielsweise die Grundlagen für die Bestellung, Vertretung, Haftung und Aufgaben der Vorstandsmitglieder. Für die Bestellung werden im Vergleich zu den risikobegrenzenden Vorgaben des ImmoInvFG keine inhaltliche Prüfung und Genehmigung durch die FMA („Fit&Proper-Test“) vorgegeben. Der Bestellvorgang des Vorstands erfolgt durch den Aufsichtsrat und wird durch Anzeige an das Firmenbuch nach außen rechtlich wirksam. Dem Firmenbuchgericht kommt jedoch keine inhaltliche Überprüfungsfunktion zu. Lediglich für den Fall des Unterschreitens der laut Satz erforderlichen Anzahl der Vorstandsmitglieder sieht das Gesetz in §76 eine Vorstandsbestellung durch das Gericht vor. Diese Regelung ist jedoch ausschließlich auf das Formalerfordernis der Anzahl und darauf beschränkt, dass ein Antrag eines Beteiligten vorliegt.

Es ist jedoch zu beachten, dass aufgrund der Haftungsregelungen für die Organe trotz des Eindrucks mangelnder rechtlicher Regelungen kein Freibrief für eine Bestellung gegeben ist. „Unkenntnis schützt vor Strafe nicht“.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Anleihen/Unternehmensanleihen mit Immobilienveranlagungen**

„**Sicherung des Vermögens des Investors**“: Die Veranlagung in Immobilien-Anleihen ist für den Investor dem Grunde nach ein „Kredit für eine definierte Zeitdauer“ an das Unternehmen, das die Anleihe begibt. Die Ansprüche des Anleihegläubigers (Zinsen, Rückzahlung des Kapitals) sind daher dem Grunde nach von der Bonität des Anleihe-Begebers abhängig.

Es ist somit festzuhalten, dass Anleihen-Papiere im Vergleich zu Immobilienaktien keine gesellschaftsrechtliche Stellung wie insbesondere Teilnahme an den Hauptversammlungen inkl. der Ausübung der Stimmrechte verbrieft und dass

⁵⁹ Vgl. Internet unter <http://www.corporate-governance.at/>

diese das investierte Kapital im Gegensatz zu der für Immobilienfonds geltenden Treuhandkonstruktion dem Unternehmen als Fremdkapital gemäß den grundsätzlich festgelegten Anleihebedingungen zur freien Verfügung zusteht. Entsprechend der allgemeinen Einteilung soll hier zusammengefasst werden:

- der Anleihengläubiger hat im Grundsatz einen schuldrechtlichen Anspruch gegen die Emmittentin.
- Das Kapital steht der Gesellschaft zur Umsetzung der im Prospekt genannten Ziele uneingeschränkt zur Verfügung. Es ist somit auch vor dem Zugriff anderer Gläubiger nicht gesichert.
- Der Anleihengläubiger hat während der Laufzeit keine Einflussmöglichkeit auf das Investment/das Unternehmen, eine vorzeitige Beendigung ist für den Anleihengläubiger zudem auch nicht möglich. Es besteht lediglich die Möglichkeit der Übertragung (Verkauf) an einen anderen Anleihengläubiger.
- Die Begebung von Anleihen kennt keine Differenzierung zwischen „Publikums- und Spezialanleihen“. Lediglich bei öffentlichen Angeboten gemäß KMG ist zwischen professionellem und Publikumsanleger differenzierbar.

Zur Steuerung des durch den Zahlungsausfall des Emittenten drohenden Risikos des teilweisen bzw. gänzlichen Vermögensverlustes des Kapitalgebers hat der **Gesetzgeber keine weiteren immobilienpezifischen Vorgaben** definiert. Am Immobilien-Anleihenmarkt gibt es jedoch Produkte und Formulierungen in den Anleihebedingungen, die eine weitergehende Risikoabsicherung ermöglichen.

- Abwicklung der Auszahlung des Kapitals an die Gesellschaft durch einen Treuhänder nach definierten Kriterien. Da zumeist der Treuhänder von der Gesellschaft ausgewählt wird und die Überwachung ausschließlich dem „Anleihenbegeber“ gegeben ist, kann dieser Vorteil auch ein „scheinbarer“ sein – siehe Diskussionen im Zusammenhang mit WienWert⁶⁰.
- „abgesicherte“ Immobilien-Anleihen: als eine Möglichkeit, die Rechtsstellung der Anleihengläubiger zu verbessern und somit das Risiko zu vermindern, ist die Sicherstellung der Ansprüche über eine grundbücherliche Eintragung zugunsten der Anleihengläubiger. Natürlich

⁶⁰ <https://kurier.at/wirtschaft/investmentskandal-wienwert-wo-sind-die-anleger-millionen-tatsaechlich-hingeflossen/311.123.918>

können trotz Eintragung vorrangig eingetragene Rechte bestehen, sodass faktisch keine Risikominderung gegeben ist. Den Unterschied hat der Autor Dr. Loritz 2011 wie folgt zusammengefasst:

„....Das führt dazu, dass die Ansprüche der Anleihegläubiger sichernden Grundpfandrechte nicht oder allenfalls nachrangig gegenüber den der Besicherung der Bankkredite oder anderer Gläubiger dienenden Grundpfandrechten sind. Insofern suggerieren diese Immobilien-Anleihen alleine durch ihre Benennung eine Sicherheit, die tatsächlich nicht besteht. Im Markt werden teilweise Anleihen als Immobilien-Anleihen bezeichnet, die die Kriterien hierfür, insbesondere der erstrangigen Absicherung, nicht erfüllen. Sie unterscheiden sich von ihrer Art her nicht von herkömmlichen Unternehmensanleihen und dienen nur dazu, dass der Emissionär Kapital zur Verwirklichung seiner eigenen, bereits durch seine Unternehmensziele schon vorgegebenen Zwecke bekommt. Der Emissionär handelt also nicht anleger-, sondern eigenunternehmensbezogen ...Er ist in derselben Situation wie andere Fremdkapitalgeber, vergleichbar einem Kreditinstitut, das dem Unternehmer ein Festzinsdarlehen oder einen Kontokorrentkredit gegeben hat. Auch hier hilft der Kredit der Durchführung der Unternehmensidee, das Geld der Bank wird nicht gezielt im Interesse der Kapitalgeber, hier der Banken, investiert. Im weitesten Sinne lassen sich solche Anleihen in Bezug auf die Risikostruktur wirtschaftlich mit Private Equity und Venture Capital vergleichen....⁶¹“

- Definition von Covenants: ⁶² zumeist wird ein bestimmter LTV = loan to value-Covenant in den Anleihebedingungen festgesetzt. Dieser ist grundsätzlich zu begrüßen und ist bei Immobilienfinanzierungen eine gängige Begrenzung des Ausfallsrisikos.

Abschließend ist hier zu betonen, dass die drei angeführten „Erweiterungen“ ausschließlich Produktvarianten der Emmittenten darstellen, die **rechtlich nicht verpflichtend** sind. Zudem werden diese teilweise sehr weit gefasst, sodass trotz „gefühlter“ Sicherheit rechtlich und faktisch keine risikovermindernde Stellung für Investoren gegeben ist. Teilweise haben diese freiwilligen Konstrukte auch zu

⁶¹ <http://docplayer.org/5780726-Grosse-studie-ueber-immobilienanleihen-vom-fuehrenden-kapitalmarktexperten-prof-dr-karl-georg-loritz-ivp-kapital-ag-vermoegensplanung-auf-hohem-niveau.html>

⁶² Vgl. Prospekt_CA_IMMO_14.00_Billigungsfassung, Seite 107

entsprechenden Rechtsstreitigkeiten geführt, da diese irreführend beworben wurden.⁶³

Es kann zusammenfassend festgehalten werden, dass die im ImmoInvFG definierte Treuhandkonstruktion bezogen auf das Risiko der Sicherung des veranlagten Kapitals weitergehend ist und für Anleihengläubiger rechtlich gesehen ausschließlich allgemeine vertragliche Ansprüche bestehen.

„Anlagerichtlinien“: unabhängig von der Ausgestaltung des Anleihe-Produktes besteht aufgrund des Kapitalmarktgesetzes für die zwei angeführten Investitionsmöglichkeiten für den Fall des öffentlichen Anbietens und dem Übersteigen gewisse Mindestwerte eine Prospektpflicht (wobei zwischen „Basisprospekt“ und „Prospekt“ an sich unterschieden wird). Die Regelungen zur Prospekterstellung sind in folgender Weise mit den Vorgaben der „Fondsbestimmungen“ vergleichbar:

- inhaltlich: es werden zwar keine detaillierten Produktvorgaben vom KMG vorgegeben, da das KMG für die Mittelaufbringung unterschiedlicher Produkte / Unternehmungen gilt. Es definiert jedoch folgende Grundsätze: „damit die Anleger sich ein fundiertes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren oder Veranlagungen verbundenen Rechte bilden können. Diese Informationen sind in leicht zu analysierender und verständlicher Form darzulegen.“⁶⁴

Die inhaltliche Ausgestaltung der „Anlagerichtlinien“ soll an Hand eines Auszug aus einem Prospekt der CA IMMO aus 2017 erfolgen:

Die Emittentin macht das Angebot und beabsichtigt, den Emissionserlös aus der Ausgabe der Teilschuldverschreibungen für mögliche Akquisitionen, die Optimierung bestehender Finanzierungen bzw. die Auflösung bestehender Zinsabsicherungen und sonstige allgemeine Unternehmenszwecke heranzuziehen. Die Emittentin prüft laufend die Transaktionsmärkte in ihren Kernregionen auf Akquisitionsmöglichkeiten, wobei (wie auch in der Vergangenheit) Investitionen sowohl durch Übernahme von Geschäftsanteilen oder Aktienpaketen an Immobilien(-investitions)gesellschaften, als auch durch Kauf von Immobilien im Wege von Asset Deals beabsichtigt sind. **Dessen ungeachtet ist die**

⁶³ <https://www.konsument.at/geld-recht/wienwert-substanz-anleihe-v>

⁶⁴ Vgl. § 7 Abs 1 KMG

Hauptverwendung des Emissionserlöses für die Refinanzierung von fälligen Forderungen, insbesondere der 2006-2016 Unternehmensanleihe, die im September 2016 fällig ist, zweckgebunden.“⁶⁵

- Formal:
 - gem. § 8 Abs. 2 ist der Prospekt vom Prospektkontrollierer auf seine Richtigkeit und Vollständigkeit zu überprüfen – es ist somit eine vom Emittenten unabhängige Kontrolle vorgesehen.
 - die FMA hat den Prospekt bei Vorliegen der Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit und der Erfüllung der sonst gemäß dem KMG geforderten Voraussetzungen zu genehmigen (§8a KMG)
 - gem. §6 sind jegliche wichtige Unrichtigkeit bzw. jede wichtige Neuerung unter gewissen Voraussetzung umgehend als Nachtrag einzumelden.

Immobilienanleihen, die öffentlich angeboten werden, erfordern schriftlich dokumentierte Informationen über den Zweck der Kapitalaufnahme. Aufgrund des je Anleihe definierten Zeithorizonts und da Anleihebedingungen nach Schluss der Zeichnungsfrist nicht mehr geändert werden können, bestehen für diese keine immobilien-spezifischen Ausgestaltungen und Verpflichtungen.

„Organisation“: hinsichtlich Organisation bestehen rechtlich gesehen keine immobilien-spezifischen risikosteuernden Vorgaben. Es gelten die allgemeinen rechtlichen Normen, die für das jeweilige anleihebegebende Unternehmen in Geltung sind. Das können hinsichtlich organisatorischer Rahmenbedingungen teilweise sehr allgemein gehaltene Normen sein (z.B. GmbHG) oder aber auch sehr detaillierte Vorgaben, sobald es sich beispielsweise um Kreditinstitute handelt.

Diese kann beispielweise zu gravierenden Abweichungen und risikosteigernden Situationen führen, wie diese aus dem Prospekt der Uni-Immo hinsichtlich folgender 2 Themenstellungen dokumentiert sind:

- „potentieller Interessenskollisionen“: Der Eigentümer der Gesellschaft ist gleichzeitig Geschäftsführer und darüber hinaus auch Gesellschafter/Geschäftsführer bei anderen Unternehmen, die mit dem

⁶⁵ Vgl. Prospekt_CA_IMMO_14.00_Billigungsfassung, Seite 43;
http://www.caimmo.com/fileadmin/documents/Investor-Relations/Anleihen/Prospekt_CA_IMMO_14.00_Billigungsfassung.pdf

Anleihenbegeber zusammenarbeiten. Auf Seite 30 des Prospekts wird daher dezidiert auf bestehende Interessenskollisionen hingewiesen.⁶⁶

- das Stammkapital der GmbH beträgt EUR 35.000 und ist lediglich zu 50% eingezahlt.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – geschlossene indirekte Immobilien-investments gem. AIFMG**

Einleitend ist zu betonen, dass das AIFMG und die entsprechenden nationalen wie internationalen Regelungen und Verordnungen (z.B. Delegierte Verordnung 231/2013) als Mindestregelungen auch für Immobilien-Veranlagungen nach dem ImmoInvFG zur Anwendung kommen. Es ist daher festzustellen, dass hinsichtlich der grundlegenden Ausgestaltung der Risikosteuerung in vielen Punkten Deckungsgleichheit zwischen den Vorgaben für indirekte Immobilienanlagen in offene Immobilienfonds gem. ImmoInvFG und anderen indirekten Immobilienveranlagen nach AIFMG besteht. Darüber hinaus ist für den Fall, dass das ImmoInvFG keine Regelung enthält oder das AIFMG strengere Regelungen zum Schutz der Anleger definiert, das AIFMG anzuwenden.

Hinsichtlich immobilienpezifischer Risiken ist jedoch festzuhalten, dass entsprechend der Zielsetzung des AIFMG keine detaillierten Regelungen vorliegen werden.

„**Sicherung des Vermögens des Investors**“: für Produkthanbieter nach AIFMG ist die Konstruktion des Sondervermögens als AIF verpflichtend und kann daher grundsätzlich auf die Ausführungen betreffend Risikosteuerung auf die Darstellung beim ImmoInvFG verwiesen werden.

So ist beispielsweise lt. AIFMG definiert, dass die Verwaltung des AIF bei Entzug der Konzession des Managers auf die Depotbank übergeht und somit unabhängig vom rechtlichen Schicksal des Managers ist. Diese Regelung impliziert somit auch, dass der Gesetzgeber des AIFMG die Funktion der Depotbank als unabhängige Verwahrstelle mit entsprechenden Kontrollpflichten gegenüber dem Manager definiert hat – eine der wesentlichen risikobegrenzenden Funktionen. Detaillierte

⁶⁶ Vgl. Prospekt Uni Immo Anleihe 2017 – 2022; Uni Immo GmbH, 4.9.2017 genehmigt von FMA; Seiten 29 und 30

Regelungen zu den Kontrollpflichten und Rechten der Verwahrstelle sind in der Delegierten VO 231/2013 enthalten.

§§ 20 bis 22 AIFMG: die auch nach dem ImmoInvFG definierten Risikovorsorgen hinsichtlich Dokumentation, Information und Überprüfung der Anlagerichtlinien sind dem Grunde nach inhaltlich im AIFMG enthalten. Wesentliche Unterschiede bestehen vor allem im Zustandekommen der Anlagerichtlinien, da der Gesetzgeber keine Zustimmungs- und Kontrollfunktion eines Aufsichtsgremiums des Managers oder der Verwahrstelle im AIFMG postuliert. Die Überprüfung der Einhaltung der Anlagerichtlinien hat ebenso wie beim ImmoInvFG im Rahmen des Jahresberichtes durch einen Abschlussprüfer zu erfolgen.

„Organisation“: die spezielleren Vorschriften des ImmoInvFG aufgrund der Konzession nach dem BWG sind weitergehender als die Organisationsvorgaben aus dem AIFMG.

Beispiel „Leitungsgremium“: Art. 21 lit. a und c der Delegierten VO 231/2013 definieren:

- „a) Das Leitungsgremium des AIFM verfügt kollektiv über die Kenntnisse, Kompetenzen und Erfahrungen, die für das Verständnis der Tätigkeiten des AIFM erforderlich sind, was insbesondere für die mit diesen Tätigkeiten verbundenen Hauptrisiken und die Vermögenswerte, in die der AIF investiert, gilt;
- b) die Mitglieder des Leitungsgremiums widmen der ordnungsgemäßen Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim AIFM genügend Zeit;
- c) jedes Mitglied des Leitungsgremiums handelt aufrichtig, integer und unvoreingenommen“.

Es kann davon ausgegangen werden, dass die Aufsicht bei Prüfung der Eignung von Leitungsorganen sehr nahe an den Fit&Prober-Standards „prüfen“ werden – natürlich unter Berücksichtigung des jeweiligen Geschäftsumfangs des AIF.

Bezogen auf indirekte Immobilien-Veranlagung sind aus Organisationsgesichtspunkten keine spezifischen Verpflichtungen aus dem AIFMG ableitbar.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Zertifikate**

„**Sicherung des Vermögens des Investors**“: wie unter Kapitel 2 ausgeführt, bilden diese Anlagemöglichkeiten ausschließlich bereits an der Börse bestehende Basiswerte nach und sind an deren Entwicklung gebunden. Rechtlich gesehen sind diese Angebote als „unbesicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten gegenüber der Emittentin einzustufen, die untereinander und mit allen anderen unbesicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind, soweit diesen Verbindlichkeiten nicht durch zwingende gesetzliche Bestimmungen ein Vorrang eingeräumt wird“⁶⁷.

Konsequenterweise ist somit aus Risikosteuerungsgesichtspunkten festzuhalten, dass das allgemeine Bonitätsrisiko gegeben ist und daher über die allgemein für Kreditinstitute geltenden Risikovorgaben keine immobilienpezifischen Maßnahmen gelten.

„**Anlagerichtlinien**“: für Immobilien-Zertifikate gelten aufgrund des öffentlichen Anbietens und dem Handel an der Börse die Vorschriften des KMG zur Erstellung eines Prospektes inkl. der entsprechend dem KMG definierten formalen und inhaltlichen Vorgaben. Hier kann daher auf die Ausführungen bei den anderen Risikodarstellungen verwiesen werden.

„**Organisation**“: organisatorische/gesellschaftsrechtliche Voraussetzung für das strukturierte Produkt „Immobilien-Zertifikat“ ist eine Konzession nach BWG. Es kann daher hinsichtlich risikosteuernder Maßnahmen auf die Ausführungen im Unterkapitel Immobilien-Aktien verwiesen werden.

Vergleich mit den Regelungen für offene Immobilienspezialfonds: Aus Risikogesichtspunkten ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber einen geringeren Handlungsbedarf hinsichtlich Steuerung der Risiken sieht und daher

⁶⁷ Vgl. <https://www.wienerbourse.at/emittenten/strukturierte-produkte/prospekte/prospekte-der-raiffeisen-centrobank-ag/>, Seite 20

gewisse Regelungen zu „Lasten“ für Immobilienspezialfonds im Vergleich zu Publikumsfonds abändert:

Beispiel Regelung 1: die Verfügungsbeschränkungen gem. §9 Abs. 1 und 2 sind auf Immobilienspezialfonds nicht anzuwenden.

Beispiel Regelung 2: gemäß §34 Abs. 1 und 3 sind die Fondsbestimmungen für Immospezialfonds (sowohl Erstellung wie auch Änderung) nicht der Genehmigung durch Aufsicht vorzulegen.

4.3.3. Immobilienrisiken (Ankaufs-/Verkaufs-, Entwicklungs-, Bewirtschaftungs-, Leerstandsrisiken, etc.)

Allgemein: im Kommentar zum ImmoInvFG aus 2003 ist zu lesen, dass Ziele für die Erlassung des ImmoInvFG unter anderem das Vermeiden der Kapitalabflüsse „in ausländische Immobilienfonds und die Errichtung von Hilfskonstruktionen hintangehalten sowie Anlegerinteressen geschützt werden“ sollen⁶⁸. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Ausführung auf Seite 35/Abs. 3, in der als Anlass für die Gesetzgebung „langfristig sichere und ertragreiche Anlagemöglichkeiten in Immobilien“ gesehen werden und dass „allerdings für viele Sparer die Direktanlage in geeignete Immobilien unerschwinglich“ ist und dass „die Risikostreuung in Immobilien nur wenigen Großanlegern vorbehalten“ bleibt⁶⁹.

Um diese „sichere und ertragreiche Anlagemöglichkeit“ für Investoren in Immobilienfonds zu ermöglichen, hat der Gesetzgeber auch auf Ebene der Einzelobjekte gewisse Rahmenbedingungen vorgegeben. Es wird zu zeigen sein, dass diese Vorgaben inhaltlich ausschließlich gewisse und sehr wesentliche Rahmenparameter vorgeben, jede detaillierte Regelung würde in das operative Geschäft des Managers eingreifen.

Es ist aber klar erkennbar, dass der Gesetzgeber auch auf Einzelobjektebene risikosteuernde Maßnahmen zum Vorteile für Investoren im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen definiert hat.

Ergänzend muss hier festgehalten werden, dass grundsätzlich die seitens des AIFM erstellten Anlagerichtlinien (= Fondsbestimmungen) zusätzlich zu den gesetzlichen

⁶⁸ Vgl. Seite 33, Kommentar zum Immobilien Investmentfondsgesetz

⁶⁹ Vgl. Seite 35, Kommentar zum Immobilien Investmentfondsgesetz

Regelungen die Rahmenbedingungen für das Gestionieren des Fonds darstellen und somit auch bezogen auf Einzelobjekte in Geltung sind.

Risikoidentifikation im Detail: im Zuge des Managements des Immobilien-Portfolios können folgende Risikosituationen hinsichtlich der Einzelobjekte auftreten:

- Risiken im Ankaufsprozess: mangelhafte Durchführung der Käufer-Due-Diligence (Verkäufer, Markt, Immobilienbewertung, Recht, Steuern, Technik, Portfolioebene, etc.), die beispielsweise zu Nichtdurchsetzbarkeit von nachträglich festgestellten Schäden gegenüber dem Verkäufer führen können, bis hin zu nicht durchsetzbaren Rechtspositionen des Käufers (z.B. Risiko bei Erwerb von Grundstücksgesellschaften, etc.); Überschreiten bzw. Nichtbeachtung interner oder gesetzlicher Limits/Anlagerichtlinien.
- Risiken im Verkaufsprozess: mangelhafte Durchführung der Verkäufer-Due-Diligence (Käufer, Markt, Recht, Steuern, Portfolioebene, etc.), bei der als Worst-Case-Szenario der Zahlungsausfall des Käufers ohne gesicherte Rechtsposition des Verkäufers gesehen werden muss. Ebenso Überschreiten bzw. Nichtbeachtung interner oder gesetzlicher Limits/Anlagerichtlinien
- Risiken im Entwicklungsprozess: allgemeine Projektrisiken (Überschreitung Zeit, Kosten und Unterschreitung Qualität) können sich zu langfristigen Risiken für das einzelne Objekt und das gesamte Immobilienportfolio entwickeln.
- Risiken im Rahmen der Bewirtschaftung: mangelhaftes Management kann zu folgenden Risiken führen:
 - fehlerhafte Bewertung der Assets (sowohl positive wie negative) kann zu Korrekturbedarfen führen, die wiederum im Zuge der Verpflichtung der Anlegergleichbehandlung gravierende Problemstellungen auslösen können
 - Leerstandsrisiko
 - Risiken durch mangelhafte Hausverwaltung (Beispiel: Haftungsfällen aufgrund von Nichtbeachtung gewisser Safety-Vorgaben, Qualitätsmängel und Unzufriedenheit von Mietern kann zu Mieteinbußen bzw. vorzeitigen Vertragsbeendigungen führen)
 - Risiko von hohen ungeplanten Investitionsbedarfen
 - große Übergewichtung von einem/wenigen Mietern in Bezug auf ein Objekt

- die rechtlich geforderte und vertraglich vereinbarte Risikostreuung auf Portfolioebene bezogen auf Einzelobjekte kann nicht umgesetzt werden:
 - ungeplante Übergewichtung in der Nutzungsart in einer gemischt genutzten Immobilie
 - risikobehaftete Ländergewichtung in Bezug auf das Portfolio
 - Übergewichtung einzelner Objekte in Bezug auf die Portfoliogröße

Wesentliche rechtliche Normen für offene Immobilienfonds:

Wie bereits ausgeführt, gelten ImmoInvFG sowie AIFMG parallel und ist die jeweils strengere Regelung (im Sinn des Anlegerschutzes) heranzuziehen. Da das AIFMG nicht ausschließlich für Fonds-Veranlagungen in Immobilien konzipiert ist, sondern entsprechend dem Ziel des Gesetzgebers auf alle möglichen Organismen „für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds“, die „von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt“⁷⁰ anzuwenden ist, sind die Spezialnormen vor allem im ImmoInvFG zu finden. Wie bereits erwähnt sind darüber hinaus die Anlagerichtlinien heranzuziehen, da in diesen die konkreten Fondsdetails auf Basis des unten stehenden Rahmens festgelegt sind.

Risiken aus Ankauf/Verkauf und aus dem laufenden Management von Immobilien: sowohl im ImmoInvFG wie auch im AIFMG sind weder der Ankauf/Verkaufsprozess im Detail noch dezidiert Vorgaben zum laufenden Management der Immobilien vorhanden. Das bedeutet jedoch nicht, dass die unter Risikoidentifikation im Detail festgestellten Risiken vom Gesetzgeber nicht im Anlegerinteresse gesteuert werden. Vielmehr werden die Steuerungsmaßnahmen und Grenzen teilweise über **grundlegende Regelungen** und teilweise über **Definition von „Grenzwerten implizit“** im ImmoInvFG vorgegeben.

Folgende Beispiele sollen dies verdeutlichen:

Ankauf/Verkauf:

- hinsichtlich ordnungsgemäßer Durchführung der Verfahren sind die allgemeinen Organisationsprinzipien zu erwähnen. Dazu zählen beispielsweise, dass entsprechende interne Kontrollverfahren, allgemeine Vorgaben hinsichtlich Prozessdokumentation, Prozesssicherheit und Prozesskontrollen, Risikobewertungsverfahren, etc. bestehen und generell die

⁷⁰ §2 Abs 1 Z 1 a AIFMG

Vorgaben hinsichtlich „Funktionstrennung“ und dass entsprechend der Komplexität der Aufgabe ausgebildetes Personal diese Transaktionsprozesse durchführt.

- Darüber hinaus sind die diversen rechtlichen Prüfschritte zu erwähnen. Diese umfassen beispielhaft:
 - Durchführung einer Bewertung bei Ankauf/Verkauf
 - vor Verkauf/Kauf ist die Überprüfung der Einhaltung der gesetzlichen und auch der in den Fondsbestimmungen definierten Limits **zusätzlich** zur Verpflichtung des Managers durch die Depotbank vorgegeben. Beispielsweise würde die Depotbank einem Erwerb einer Immobilie nicht zustimmen, wenn der Wert der Immobilie 20% des Immobilienfonds übersteigen würde oder eine Immobilie in einem außereuropäischen Land erworben werden soll, wenn dies von den Fondsbestimmungen nicht vorgesehen ist (als Extrembeispiel).

Laufendes Management: zusätzlich zu den zum Ankaufsprozess definierten Punkten sollen hier folgende Themenstellungen ausgeführt werden:

- Leerstandsrisiko/nicht geplanter außerordentlicher Investitionsbedarf: diese als Beispiel angeführten Risiken werden einerseits über Maßnahmen der internen Kontrollverfahren und Liquiditätssteuerungsmaßnahmen erkannt bzw. gemanagt. Darüber hinaus haben diese angeführten Risiken wesentlichen Einfluss auf den Wert der Immobilie. Hier gibt das ImmoInvFG als wesentliche risikobegrenzende Maßnahme vor, dass eine Bewertung bei einer Veränderung des Werts von 10% seit der letzten Bewertung zu erwarten ist; bei Grundstücksgesellschaften liegt die Wertveränderung sogar bei 5% (§ 8 Abs. 2 ImmoInvFG).
- Steuerungen der „Klumpenrisiken“ hinsichtlich Einzelobjekten (Nutzungsarten, Ländergewichtung, Mieter bezogen auf Einzelobjekt-Ebene oder Portfolio-Ebene): Immobilienfondsanbieter sind verpflichtet, entsprechende Risikomanagementsysteme mit laufender Berichterstattung vorzuhalten.
- Risiken aus Auslagerung von Tätigkeiten müssen über einen seitens Finanzmarktaufsicht zusätzlich zu den gesetzlichen Rahmenbedingungen definiertes Due-Diligence-Verfahren begrenzt werden.

Folgende weitergehenden speziellen Normen des ImmoInvFG zur Risikosteuerung auf Einzelobjektebene sollen wie folgt angeführt werden:

§§21 bis 22 ImmoInvFG, §23 ImmoInvFG für Grundstücksgesellschaften und §30 ImmoInvFG stellen die Grundlage für die Risikodiversifikation auf Einzelobjektebene dar.

§21 Abs. 1 und 2 sehen Beschränkungen für Erwerb von Vermögenswerten sowohl in geographischer Natur (Vermögenswerte innerhalb oder außerhalb von Mitgliedstaaten der Europäischen Union) wie auch nach Arten und Quantität dieser Arten von Vermögenswerten (bebaute / unbebaute Grundstücke, Baurechte, Superädifikate) vor. Einleitend zu Absatz 2 wird zudem ausgeführt, dass „die Gegenstände einen dauernden Ertrag erwarten lassen“ müssen.

Der Gesetzgeber geht in dieser Definition von einer Risikokaskade aus und nimmt an, dass von bebauten Grundstücken innerhalb der Europäischen Union das geringste Risiko ausgeht (da keine quantitative Grenze vorgesehen ist). Das höchste Risiko, das auch beispielsweise nicht durch Festlegung in Fondsbestimmungen überschritten werden könnte, sieht der Gesetzgeber in unbebauten Grundstücken außerhalb der Europäischen Union.

Projektentwicklungen werden risikosteuernd in der Form begrenzt, als maximal der Wert von 40% des Immobilienvermögens von Grundstücken im Zustand der Bebauung gehalten werden darf (§ 21 Abs. 1 Z 2 ImmoInvFG).

Zusätzlich zu dieser ersten Regelung fordert der Gesetzgeber in §22 ImmoInvFG eine Mindestanzahl von 10 Vermögenswerten und setzt als weitere Risikobegrenzung fest, dass der Wert **eines** Vermögenswertes mit **max. 20 %** des Wertes des Immobilienfonds erlaubt ist.

Ergänzend definiert **§30 die „Risikomischung“** bezogen auf die Vermögenswerte des §21, die Detailregelung der Risikomischung hat in den Fondsbestimmungen zu erfolgen. Wesentliche Konsequenz aus §30 ist die Verpflichtung des AIFM für Immobilien, dass bei Festsetzung der Mindestanzahl an Immobilien der Grundsatz der **Risikostreuung in qualitativer und quantitativer Hinsicht** zu beachten ist. Sollten beispielsweise gleichartige Vermögenswerte (z.B: Eigentumswohnungen in einer bestimmten Stadt) in den Fondsbestimmungen als Vermögenswerte definiert sein, so wird eine höhere Mindestanzahl erforderlich sein, um der Anforderung nach einer Risikostreuung gerecht zu werden.

Ähnlich dem § 21 Abs. 2 bewertet der Gesetzgeber **den Erwerb von Grundstücksgesellschaften gem. §23 ImmoInvFG** als riskantere Veranlagung und stellt zum

Zweck der Risikosteuerung zahlreiche weitergehende rechtliche, organisatorische, qualitative und quantitative Beschränkungen auf.

§ 29 Bewertung der Vermögenswerte iVm §17 AIFMG iVm Art 67 ff Delegierte VO 231/2013: die Regelungen sehen die Grundlagen vor, dass Bewertungen von Vermögenswerten gem. § 21 der ImmoInvFG zumindest einmal jährlich und unter Einhaltung des in den Fondsbestimmungen/Anlagerichtlinien im Detail definierten Vorgehen erfolgt. Die Normen legen darüber hinausgehend fest, dass zusätzlich zur Haftung des Bewerterers auch eine Haftung des AIFM gegeben ist. Da nach ImmoInvFG die Depotbank der Bestellung des Bewerterers zuzustimmen hat, ist darüber hinaus auch die Haftung der Depotbank dezidiert angeführt. Das ImmoInvFG fordert zudem die Genehmigung der Bewerterbestellung durch den Aufsichtsrat des AIFM sowie die Überprüfung der Bestellung der Bewerter und des Bewertungsprozesses durch die Bankprüfer im Zuge der Prüfung der Rechenschaftsberichte. Darüber hinaus definiert das ImmoInvFG die Anlassfälle für eine Bewertung taxativ (Erwerb, Veräußerung, Belastung und gem. §8 Abs. 2 ImmoInvFG das Bewertungserfordernis aufgrund einer anzunehmenden Wertveränderung von 10% von der letzten Bewertung).

Zweck der Normen:

Da der jeweilige Investor keine Einflussnahme auf den Erwerbs- und Bewertungsprozess der Einzelobjekte hat, soll durch die detaillierten Regelungen hinsichtlich der Einzelobjekte der Rahmen für das Agieren der Manager definiert werden. Es ist in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass die hier zitierten Bestimmungen nicht losgelöst von den anderen Regelungen gelesen werden dürfen. Es müssen vor allem die zahlreichen weitergehenden z.B. organisatorischen Vorschriften (Vorgaben zu Kontrollsystemen, Risikomanagementsystemen, erforderliche Ressourcenausstattung, ausreichend qualifiziertes Personal, etc.) in diesem Zusammenhang gesehen werden.

Risikosteuerungsfunktion: entsprechend der oben beschriebenen Punkte ist folgende Einteilung ableitbar:

Die Regelungen zur Bewertung von Vermögensgegenständen sind grundsätzlich der Kategorie „Risikovermindernd“ zuzuordnen. Es ist jedoch auch ableitbar, dass diese in Richtung Risikovermeidung aus Sicht der Investoren zu interpretieren sind. Dies kann für den Fall eintreten, dass die im Zuge von Transaktionen (Verkauf/Kauf) erhaltene Angebote zu weit von den rechtlich geforderten Bewertungsergebnissen abweichen.

Die Vorschriften zur „Risikostreuung“ sind unzweifelhaft der Kategorie „Risikovermindernd“ zuzuordnen.

Rechtliche „Risiko-Vorgaben“ im Vergleich zu anderen indirekten Immobilien-Veranlagungen:

- **Unterschied offene Immobilienfonds – geschlossene indirekte Immobilien-investments gem. AIFMG**

Da das AIFMG nicht ausschließlich für Fonds-Veranlagungen in Immobilien konzipiert ist, sondern entsprechend dem Ziel des Gesetzgebers auf alle möglichen Organismen „für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds“, die „von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt“⁷¹ anzuwenden ist, ist im AIFMG (entsprechenden Delegierten VO 231/2013 **das wesentliche risikobegrenzende Moment der „Risikostreuung“** für indirekte Veranlagungen in Immobilien **nicht vorgesehen**. Lediglich bei Vertrieb an Privatkunden für die Managed-Future-Fonds und für Unternehmensbeteiligungen (§48 Abs. 7 Abs. 8c AIFMG) wird die Diversifikation und Risikosteuerung als Grundlage festgelegt.

Damit obliegt es der **Entscheidung des AIFM**, im Rahmen der Produktkonzeption und den darauf basierenden Anlagebedingungen des konkreten AIF zu entscheiden, ob und gegebenenfalls in welcher Form **eine Diversifikation** abgebildet wird. Es ist schlussendlich wesentlich, dass der Manager potentielle Investoren über die konkreten Risiken der Veranlagung informiert und wird dies bei mangelnder Diversifikation nach Nutzungsart, geographischer Natur, etc. entsprechend dokumentiert sein müssen und in den Risikomanagementsystemen Vorkehrungen getroffen werden.

⁷¹ §2 Abs 1 Z 1 a AIFMG

Darüber hinausgehend ist festzustellen, dass grundsätzlich inhaltlich gleichgelagerte risikosteuernde Vorgaben zw. ImmoInvFG und AIFMG gegeben sind, die konkrete Ausgestaltung der Vorgaben aber nicht auf spezielle Besonderheiten des Immobilienwesens Rücksicht nimmt.

Dazu folgende Beispiele:

- Das AIFMG sowie die Delegierte VO 231/2013 sehen im Vergleich zu §8 Abs. 2 ImmoInvFG keine 10% Grenze vor, sondern definieren allgemein die Verpflichtung zur Bewertung, „wenn Belege vorliegen, dass die zuletzt vorgenommene Bewertung nicht mehr fair und oder ordnungsgemäß ist.“⁷²
- auch hinsichtlich Bewerter gibt es folgende Einschränkungen hinsichtlich Risikosteuerung im Vergleich zum ImmoInvFG:
 - die Bewertung ist von **einem** Bewerter vorzunehmen. Das ImmoInvFG schreibt zumindest 2 Sachverständige vor.
 - Lt. AIFMG/Delegierten VO 231/2013 kann unter gewissen Einschränkungen (vor allem Vermeidung von Interessenskollision, Sicherstellung Anreizsystem) auch eine Bewertung durch einen **internen Bewerter des AIFM und durch die Verwahrstelle** erfolgen.

Darüber hinaus sind im AIFMG hinsichtlich der allgemeinen Risiken aus Ankauf/Verkauf und laufendem Immobilienmanagement (Leerstand, Klumpenrisiko, etc) ausschließlich die allgemeinen risikosteuernden Parameter wie Organisationsvoraussetzungen, fachliche Qualifikationserfordernisse, Risikomanagementsystem, Liquiditätsmanagementsysteme gesetzlich vorgegeben, die den Regelungen des ImmoInvFG entsprechen.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Anleihen/ Unternehmensanleihen mit Immobilienveranlagung, Immobilienaktien**

Ebenso wie unter der oben beschriebenen Kategorie (indirekte Immobilienveranlagungen nach AIFMG) ist für Anbieter von Immobilienanleihen bzw. Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug sowie Immobilienaktien die Risikodiversifikation **rechtlich nicht zwingend vorgeschrieben** und daher

⁷²Art. 74 Abs. 2 Delegierte VO 231/2013

Entscheidung des jeweiligen Anbieters, die Rahmenbedingungen für das jeweilige Produkt festzulegen.

Für Anleihe-Anbieter wird die Definition der Diversifikation im Rahmen der jeweiligen Anleihenbegebung definiert werden. Für Anbieter von Immobilienaktien wird – wenn überhaupt – die Diversifikation in den jeweiligen Unternehmensstrategien ihren Niederschlag finden. Diese wird jedoch sehr weit gefasst sein und entsprechenden Spielraum einräumen.

Es ist abschließend festzuhalten, dass alle Anbieter die im Auftrag der Kunden unmittelbar in Immobilien investieren, unabhängig von deren rechtlichen Konstruktion (Kreditinstitut, GmbH, ...) über entsprechende Verfahren verfügen müssen, um die Risiken auf Einzelobjektebene zu erfassen, zu bewerten, zu dokumentieren und im Auftrag und Interesse des Kunden zu steuern.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Zertifikate**

Es bestehen keine gesetzlichen Vorgaben zur Risikodiversifikation auf Einzelobjektebene, da dies logischerweise auch mit dem Produkt nicht kompatibel ist.

Vergleich mit den Regelungen für offene Immobilienspezialfonds:

Der Gesetzgeber sieht auch in diesem Bereich einen geringeren Handlungsbedarf hinsichtlich Steuerung des Risikos für den Institutionellen Investor bei der Festlegung der Mindestanzahl der Vermögenswerte sowie der Grenze des zulässigen maximalen Wertes jedes Einzelobjekts je Fonds. Laut § 22 Abs. 3 ImmoInvFG müssen zumindest 5 Vermögenswerte gehalten werden und darf der höchst zulässige Wert eines Vermögenswertes 40% der Werte des Spezialfonds nicht überschreiten.

Im Detail betrachtet sind diese erweiterten Möglichkeiten auch auf praktische Umstände zurückzuführen. Da das Volumen eines Spezialfonds aufgrund der geringeren Anzahl der Investoren niedriger als das von Publikumsfonds sein wird, muss die Grenze der Objekte absolut gesehen reduziert und somit der maximale Wert im Verhältnis zum Fondsvermögen höher sein.

Wesentlich ist festzuhalten, dass im Bereich der Bewertung der Vermögenswerte keine anderslautenden Regelungen für Spezialfonds gegeben sind.

Zusammenfassung:

Die engen Vorgaben des nationalen Gesetzgebers betreffend die Streuung der Immobilien sind das wesentliche Produktmerkmal des Immobilien-Investmentfonds und auch ein wesentlicher Teil-Aspekt zur Reduktion des Risikos aus Investorensicht. Es muss andererseits auch gesehen werden, dass diese Mindestvorgaben, die in den Fondsbestimmungen ihren Niederschlag finden, auch den Gestaltungsspielraum des Managers sehr einschränken.

Ebenso wesentlich sind die Vorgaben hinsichtlich der Bewertung der Vermögensgegenstände, wobei insbesondere die Zulässigkeit der ausschließlich externen Bewertung sowie die klare Grenze der 10%-igen Wertänderung einer Immobilie seit der letzten Bewertung aus Sicht des Autors einen wesentlichen Beitrag zur Risikosteuerung des Investors durch den Gesetzgeber darstellt.

In diesem Zusammenhang soll abschließend kurz auf die Fragestellung eingegangen werden, welche rechtlichen Konsequenzen eine Nichteinhaltung der definierten Risikosteuerung durch die Objektanzahl/Objektvolumen hat. Diese Fragestellung ist von der Übernahme „ungeeigneter Assets“ bzw. Kauf/Verkauf von Assets zu überhöhten/zu niedrigen Preisen zu differenzieren. Für letztere Fälle sind bei Vorliegen gewisser Voraussetzungen Schadenersatzforderungen der Kunden auf jeden Fall gegeben.

Eine Verletzung der definierten Grenzen kann – solange keine Konsequenzen auf die Performance des Fonds nachgewiesen werden – ausschließlich zu aufsichtsrechtliche Maßnahmen führen, die einen verbindlichen Plan seitens des Asset Managers zur Einhaltung der Grenzen anfordern werden. Eine Verpflichtung zum Erwerb/Verkauf gewisser Assets wird – sollte dieser nicht im Interesse der Anleger begründet sein – nicht durchsetzbar sein.

4.3.4. Liquiditätsrisiken

Allgemein: unter Liquiditätsrisiko wird allgemein gesprochen das Risiko verstanden, einer Zahlungsverpflichtung gar nicht bzw. nicht zeitgerecht nachkommen zu können.

Diese Zahlungsverpflichtungen bzw. Liquiditätserfordernisse können auf Ebene der Einzelobjekte (Instandhaltungs- und Modernisierungsaufwände, laufende Kosten für ausgelagerte Services, Zinsendienste für Kredite, etc.) oder auf Portfolio-Ebene (z.B. Anteilsscheinrückgaben können aufgrund von mangelnder Liquidität nicht bedient werden, Verpflichtungen aus Fremdfinanzierungen können nicht oder nicht rechtzeitig bedient werden oder werden aufgrund von Zinsänderungen erhöht) auftreten.

Risikoidentifikation im Detail: aufgrund der marktüblichen Transaktionsdauer für Immobilien mit größer 360 Tage werden Immobilien als grundsätzlich illiquid eingestuft. Zudem sind der Großteil der im Zusammenhang mit Immobilienmanagement abgeschlossenen Verträge (inkl. der Finanzierungsverträge) langfristig verbindlich und Änderungen – wenn überhaupt – lediglich mit zumeist hohen finanziellen Abschlags-Zahlungen verbunden.

Auf Portfolio-Ebene können daher hinsichtlich der Liquiditätssituation folgende wesentliche Risikoszenarien entstehen:

- Risiko unkontrollierter Abflüsse = Risiko von hinsichtlich Zeitpunkt und Höhe nicht vorhersehbaren Volumensabflüssen aus dem Portfolio aufgrund von Anteilscheinrücknahmen.
- Risiko einer eingeschränkten oder nicht vorhandenen Liquidierbarkeit von Portfoliopositionen = eine Liquidierung von Portfoliopositionen (Verkauf von Immobilien oder Anteilen an Grundstücksgesellschaften) ist nicht zeitgerecht oder nicht zu akzeptablen Konditionen möglich.
- Finanzierungsrisiken: erhöhter Liquiditätsbedarf aufgrund von steigenden variablen Zinsen oder aufgrund von Covenant Verletzungen und den durch diese bedingten Teiltilgungen.
- Refinanzierungsrisiken: nach Ablauf der Kreditlaufzeit kann keine Refinanzierung erzielt werden oder es werden höhere Zinsen/Risikoprämien gefordert

Wesentliche rechtliche Normen für offene Immobilienfonds:

Einleitend ist festzustellen, dass in § 14 AIFMG und den Detailausführungen der Delegierten VO 231/2013 (Abschnitt 4, Artikel 46 ff) die Grundlagen für das Liquiditätsmanagement auch für offene Immobilienfonds definiert und somit anzuwenden sind. Wie auch bei anderen Risikobeschreibungen bereits formuliert, ist der Manager eines AIF zur Etablierung eines entsprechenden Risikomanagementsystems verpflichtet. Zusätzlich sind die Verpflichtung gem. §§21 und 22 AIFMG zu sehen, die folgende Informationspflichten an Aufsicht (regelmäßig) und Anleger (jährlich) festlegen:

- den prozentualen Anteil an den Vermögenswerten des AIF, die **schwer zu liquidieren** sind und für die deshalb besondere Regelungen gelten;
- **jegliche neuen Regelungen** zur Steuerung der Liquidität des AIF;
- das aktuelle Risikoprofil des AIF und die vom AIFM **zur Steuerung** des Marktrisikos, **des Liquiditätsrisikos**, des Risikos des Ausfalls der Gegenpartei sowie sonstiger Risiken, einschließlich des operativen Risikos, eingesetzten Risikosteuerungssysteme.
- alle Änderungen zum maximalen Umfang, in dem der AIFM für Rechnung des AIF **eine Hebelfinanzierung** einsetzen kann, sowie etwaige Rechte zur Wiederverwendung von Sicherheiten oder sonstige Garantien, die im Rahmen der Hebelfinanzierung gewährt wurden;
- die **Gesamthöhe der Hebelfinanzierung** des betreffenden AIF.

Zudem sind die allgemeinen Ordnungsvorschriften (BWG, GmbHG, UHG) zu berücksichtigen.

Folgende Detailregelungen sind darüber hinaus im ImmoInvFG definiert:

- § 32 Abs. 1 ImmoInvFG: offene Immobilienfonds müssen einen Betrag von **zumindest 10%** des Fondsvermögens eines Immobilienfonds (ohne Erträge) in liquiden Vermögenswerten unterhalten.
- § 32 Abs. 2 und 3 ImmoInvFG: zur weiteren Reduktion des Risikos werden in diesen Absätzen zwecks breiterer Risikostreuung generell maximale Grenze für das Halten liquider Mittel definiert. Beispiel: **max. 20% der liquiden Mittel** des Fondsvermögens dürfen von Werten einer **Kreditinstitutsgruppe** gehalten werden.

- § 4 Abs. 3 und § 5 Abs. 2 ImmoInvFG: kurzfristige Kredite für Rechnung des Immobilienfonds können bis max. 20% des Immobilienvermögens aufgenommen werden; für Belastung von Vermögenswerten des Immobilienfonds ist eine maximale Grenze von insgesamt 50% des Verkehrswertes aller Vermögenswerte des Fonds festgelegt **und** darüber hinaus Marktüblichkeit, wirtschaftliches Erfordernis **und** die Zustimmung der Depotbank gefordert.

Zweck der Normen:

Grundlegende Intention dieser Normen ist es, ein Mindestmaß an verfügbaren Vermögenswerten für die laufende wirtschaftliche Gebarung auf **Portfolio-Ebene** bereitzustellen und den Austritt von Investoren ohne Nachteil für die verbleibenden Investoren zu ermöglichen.

Durch Festlegen Grenzen in Relation zum Fondsvermögen bzw. den Vermögenswerten des Fonds soll das Risiko entsprechend der wirtschaftlichen Tragfähigkeit der Vermögenswerte begrenzt werden und darüber hinaus für alle Beteiligten (AIFM, Investor, Aufsicht) objektiv nachvollziehbar bzw. überprüfbar sein.

Aufgrund der Besonderheit des „Sondervermögens Immobilienfonds“ ist die Steuerung der Liquidität auf Unternehmensebene von der Steuerung auf Fondsebene unabhängig und bestehen die Verpflichtungen auf Unternehmensebene entsprechend den Normen des BWG als Spezialnorm zu den gesellschaftsrechtlichen Normen (AktG/GmbHG).

Risikosteuerungsfunktion:

Die definierten Maßnahmen sind in die Kategorie „Risikomindernd“ einzustufen, mit dem Ziel, die Eintrittswahrscheinlichkeit von Liquiditätsengpässen zu reduzieren und rechtzeitig entsprechende Maßnahmen einleiten zu können.

Rechtliche „Risiko-Vorgaben“ im Vergleich zu anderen indirekten Immobilien-Veranlagungen:

Einleitend ist festzuhalten, dass die **immobilienbezogenen** Liquiditätsrisiken ausschließlich bei Veranlagungen zum Tragen kommen, deren Wert unmittelbar von Immobilien beeinflusst wird.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilienaktien und Immobilien-Zertifikate**

Immobilienaktien und **Immobilien-Investmentzertifikate** enthalten keine immobilien-spezifischen Regelungen zugunsten einer Steuerung des Liquiditätsrisikos auf Portfolio-Ebene, sondern ausschließlich auf Unternehmensebene.

Hinsichtlich Immobilien-Aktien kann allgemein auf folgende Regelung zur Liquiditätsrisikosteuerung verwiesen werden (§82 Abs. 2 AktG und Corporate Governance Code):

„Der Vorstand informiert den Aufsichtsrat regelmäßig, zeitnah und umfassend über alle relevanten Fragen der Geschäftsentwicklung, einschließlich der Risikolage und des Risikomanagements der Gesellschaft und wesentlicher Konzernunternehmen. Bei wichtigem Anlass hat der Vorstand dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats unverzüglich zu berichten; **ferner ist über Umstände, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sind, dem Aufsichtsrat unverzüglich zu berichten (Sonderbericht).** Die ausreichende Informationsversorgung des Aufsichtsrats ist gemeinsame Aufgabe von Vorstand und Aufsichtsrat. Dabei unterliegen alle Organmitglieder und deren involvierte Mitarbeiter einer strengen Vertraulichkeitspflicht“.

Für Anleger von Immobilien-Aktien oder Immobilien-Anleihen, deren Wertpapiere über Börsen gehandelt werden, ist natürlich das Risiko der Liquidität aus dieser Sicht = Börse, losgelöst von den immobilien-spezifischen Risiken, zu betrachten. Dazu ist unter der Börse in Frankfurt folgende Information im Internet abrufbar:

„Liquidität beschreibt die Verfügbarkeit eines Wertpapiers und drückt sich in Kosten aus, die durch den Handel mit diesem Papier entstehen. (.....). Auf einem vollkommenen Marktplatz gibt es genügend Angebot und Nachfrage. (.....).Die

Liquidität eines Wertpapiers hängt von zwei Faktoren ab: Zum einen von der Anzahl der sich im Umlauf befindenden Wertpapiere (....), zum anderen von der Anzahl der Marktteilnehmer, die bereit sind, dieses Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Ein Markt ist umso liquider, je mehr Käufer und Verkäufer dort aktiv sind und je größer die verfügbare Anzahl Aktien eines gehandelten Wertpapiers ist.“ (.....) Zum einen verschiebt ein Kauf- oder Verkaufsangebot den Kurs auf einem illiquiden Markt zu Ungunsten des Anlegers. (.....) Zum anderen wird die Order auf einem illiquiden Marktplatz nicht sofort ausgeführt. Wenn man ein Papier verkaufen möchte, für das kein Gegenangebot vorliegt, kann man warten, bis sich ein Käufer findet. Doch je länger der Verkaufswunsch im Orderbuch steht, desto höher steigt das Risiko, dass der Kurs des Papiers fällt – aufgrund beispielsweise sich ändernder wirtschaftlicher oder unternehmensrelevanter Umstände. Dann können Verkäufer nicht mehr den ursprünglichen Preis erzielen, der bei Orderaufgabe noch gegolten hat.⁷³

- **Unterschied offene Immobilienfonds – geschlossene indirekte Immobilien-investments gem. AIFMG**

Als Grundlage sollen einleitend die wesentlichen rechtlichen Normen betreffend Reduzierung des Liquiditätsrisikos für Investoren in AIF lt. AIFMG und Delegierte VO 231/2013 dargestellt werden, wobei wesentlich ist, dass in dieser Betrachtung ausschließlich Anlagen in geschlossene Immobilien-AIF umfasst sind:

- § 13 Abs. 4 AIFMG: Definition der Grenzen für Hebelfinanzierungen
- § 14 AIFMG iVm Art. 46 bis 49 Delegierte VO 231/2013: umfassende Regelungen betreffend Liquiditätssystem des AIFM (Inhalte unter 3.2.)
- Art. 21 Abs. 4 Z. 1 und 2 AIFMG jährliche Informationspflicht bei schwer liquidierbaren Vermögenswerten an Kunden
- Art. 22 Abs. 2 Z. 1 und 2 AIFMG regelmäßige Informationspflicht bei schwer liquidierbaren Vermögenswerten an die Aufsichtsbehörde

Aus diesen Normen sind folgende Aussagen ableitbar:

- Solange der AIF keine Hebelfinanzierungen vorsieht, besteht während der Laufzeit grundsätzlich kein unmittelbares Liquiditätsrisiko für Investoren.
- Deshalb hat der Gesetzgeber entsprechend Art. 14. Abs. 1 AIFMG keine speziellen Liquiditätsrisikomanagementanforderungen für Investoren normiert.

⁷³ <http://www.boerse-frankfurt.de/inhalt/handeln-liquiditaet>

- Es bestehen unabhängig davon die Informations und Dokumentationspflichten gegenüber Anleger und Aufsicht gem. §§21 / 22 AIFMG
- Es könnte somit – aus Liquiditätsrisikosicht - wieder der Fall des „überraschenden“ Wertverlusts von geschlossenen Immobilien-AIFs bei deren Laufzeitende eintreten, da §14 AIFMG nicht anwendbar ist.

Es ist jedoch festzuhalten, dass aufgrund der Verpflichtungen nach §21 Abs. 1 Z 8 vom Gesetzgeber „eine Beschreibung des Liquiditätsrisikomanagements des AIF, einschließlich der Rücknahmerechte unter normalen und außergewöhnlichen Umständen, und der bestehenden Rücknahmevereinbarungen mit den Anlegern“ als Mindestinformation an die Anleger vorgesehen ist und daher auch weiters im Zusammenhang mit §22 Abs. 2 AIFMG das Liquiditätsrisiko als Teil des Risikomanagements für geschlossene Immobilienveranlagungen zu steuern ist.

Ergänzend ist festzuhalten, dass es aus praktischer Sicht unwahrscheinlich ist, dass geschlossene AIF-Immobilienveranlagungen ohne Hebelfinanzierung erfolgen, da Fremdfinanzierungen einen wesentlichen Performancebeitrag über den Leverage-Effekt liefern.

- **Unterschied offene Immobilienfonds – Immobilien-Anleihen/ Unternehmensanleihen mit Immobilienveranlagung**

Wie bereits an anderer Stelle formuliert, ist das von den Anlegern dem Emittenten zur Verfügung gestellte Kapital in dessen Sphäre als Fremdkapital zu führen und stellt somit eine Verbindlichkeit – wie auch andere – gegenüber den Kapitalgebern dar. Zudem ist der Großteil der begebenen Anleihen endfällig gestaltet, sodass grundsätzlich aus dem Grund der Reduktion des Anleger-Risikos kein laufendes Liquiditätsmanagement erforderlich wäre. Unter diesen Rahmenbedingungen ist auch erklärbar, dass es keine spezifischen immobilienbezogenen rechtlichen Grundlagen zur Steuerung des Liquiditätsrisikos bei beiden angeführten Anleihenvarianten gibt.

Es ist daher auch in diesem Zusammenhang auf die allgemeinen Sorgfalts- und gesellschaftsrechtlichen Ordnungsvorschriften zurückzugreifen.

Auf Anbieter-Seite wird in den jeweiligen Anleihebedingungen auf die Risikosituation grundsätzlich hingewiesen (Verpflichtung gemäß KMG), teilweise sind auch gewisse „liquiditätssichernde“ Maßnahmen in den Bedingungen als positive Merkmale

seitens der Anbieter formuliert, wobei auch hier wiederum die Frage der faktischen Durchsetzbarkeit zu stellen ist.

Dies soll anhand des Auszugs aus dem Prospekt der UNI Immo-Anleihe gezeigt werden:

„Die Emittentin verpflichtet sich gegenüber den Anleihegläubigern, nur in jenem Ausmaß Ausschüttungen an ihre Gesellschafter vorzunehmen, soweit die dafür aufzuwendende Liquidität nicht benötigt wird, um jeweils in den darauffolgenden 24 Monaten fällig werdende Ansprüche sämtlicher Anleihegläubiger aus der Emission dieser Schuldverschreibungen zu erfüllen.“⁷⁴

Anmerkungen:

Ergänzend ist festzuhalten, dass gem. Art. 21 Abs. 1 Z. 8 AIFMG und §11 ImmoInvFG unter den in den Anlagerichtlinie festgehaltenen Bedingungen, die Rücknahme bei außergewöhnlichen Umständen ausgesetzt werden kann. Diese Einschränkung der Liquidität hat jedoch ausschließlich das Ziel, einen Zeitpuffer für die Wiedererlangung der nötigen Liquidität einzuräumen, um nicht in das Risiko einer Fondsschließung zu geraten, und erfolgt unter der Maxime, dass die Aussetzung unter Berücksichtigung berechtigter Interessen der Anteilinhaber erforderlich ist. Die Anzeigepflicht an die FMA kann für kurzzeitiges Aussetzen für Immobilienspezialfonds unterbleiben.

Das Instrument der Handelsaussetzung ist zudem auch im Börsegesetz unter gewissen Voraussetzungen etabliert, die Zielsetzung ist ähnlich.

Vergleich mit den Regelungen für offene Immobilienspezialfonds:

Aus Risikogesichtspunkten ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber einen geringeren Handlungsbedarf hinsichtlich Steuerung von Liquiditätsrisiken für Institutionelle Anleger definiert.

Als Spezialgesetz zum AIFMG definiert daher auch der Gesetzgeber in § 4 Abs. 3 ImmoInvFG, dass die Grenzen für kurzfristige Kredite bei Immobilienspezialfonds bis zur Höhe von 40% des Fondsvermögens (20% bei Publikumsfonds) aufgenommen werden können.

⁷⁴ Vgl. §3, Seite 42, Prospekt Uni Immo Anleihe 2017-2022 der Uni Imm GmbH, genehmigt von FMA 4.9.2017

Auch der Risikoaspekt der „Anteilsscheinrückgabe“ ist bei Immobilien-Spezialfonds vom Gesetzgeber als für den Investor „tragbar“ gestaltet worden, da davon auszugehen ist, dass die Rückgabe (gänzliche/teilweise) ausschließlich in abgestimmter Weise entsprechend den zwischen AIFM und Investor vereinbarten Anlagebestimmungen erfolgen wird. Folgerichtig ist daher gemäß § 32 Abs. 1 Immo-InvFG für offene Immobilienspezialfonds eine Untergrenze von lediglich 5% des Fondsvermögens (ohne Erträge; mind. 10% bei Publikumsfonds) für Veranlagungen in liquide Vermögenswerte definiert.

Hinsichtlich der Belastung des Verkehrswertes der Vermögenswerte des Fonds hat der Gesetzgeber die bisherige Differenzierung (40% Publikumsfonds, 50% Spezialfonds) aufgehoben und einheitlich die oben angeführte höhere Grenze mit 50% festgelegt.

Zusammenfassung: die Steuerung des Liquiditätsrisikos wird grundsätzlich von jedem sorgfältigen Unternehmensleiter gefordert und ist daher unabhängig von der Art der indirekten Immobilienveranlagung umzusetzen.

Der wesentliche Vorteil im Bereich des ImmoInvFG für alle Beteiligten (Anleger, Aufsicht, AIFM) besteht in den rechtlich definierten Werten, die eine klare Orientierung an Kennzahlen ermöglicht.

4.3.5. Weitere Risiken

Abschließend sollen in diesem Abschnitt weitere Risiken kurz angeführt werden, die aus Sicht des Gesetzgebers als für indirekte Immobilienveranlagungen in offene Immobilienfonds als wesentlich gesehen werden, da diese seitens der Aufsicht mittels Verordnung festgelegt wurden.

Die Definition und Beschreibung ist der Immobilien-Prospektverordnung der Finanzmarktaufsicht⁷⁵ entnommen:

- Marktrisiko: das Risiko, dass der gesamte Markt einer Assetklasse sich negativ entwickelt und dass dies den Preis und Wert dieser Anlagen negativ beeinflusst.

⁷⁵ Vgl. § 6 Abs. 3 Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde über die Angaben, die im vereinfachten Prospekt eines Immobilienfonds enthalten sein müssen (Immobilienfonds-Prospektinhalt-Verordnung), Seite

- Wechselkurs- oder Währungsrisiko: das Risiko, dass der Wert der Veranlagungen durch Änderungen des Wechselkurses beeinflusst wird.
- Verwahrrisiko: das Risiko des Verlustes von auf Depot liegenden Vermögensgegenständen durch Insolvenz, Fahrlässigkeit oder betrügerische Handlung der Depotbank oder des Drittverwahrers.
- das Risiko der Änderung der sonstigen Rahmenbedingungen, wie unter anderem Steuervorschriften.
- das Performancerisiko, sowie Information darüber, ob Garantien Dritter bestehen und ob solche Garantien eingeschränkt sind.
- die Information über die Leistungsfähigkeit allfälliger Garantiegeber.
- das Inflationsrisiko.

Kapitel 5 Schlussfolgerungen

Die Detailausarbeitung der dieser Arbeit zugrunde liegenden wissenschaftlichen These wurde ab dem Kapitel 4.3. vorgenommen und die Unterschiede der seitens des Gesetzgebers im Anlegerinteresse definierten Risikosteuerungsmaßnahmen hinsichtlich folgender Produkte indirekter Immobilienveranlagungen untersucht:

- offene Immobilienfonds nach österreichischem Recht (ImmoInvFG, AIFMG)
- geschlossene indirekte Immobilienveranlagungen gem. AIFMG
- Immobilien-Anleihen/Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug
- Immobilien-Aktien
- Immobilien-Zertifikate

Vor der zusammenfassenden Darstellung der Ergebnisse sollen einleitend noch folgende allgemeine Punkte festgehalten werden:

- der Großteil der Privat-Anleger orientiert sich an gewissen, zumeist vergangenheitsbezogenen Kennzahlen auf Produktebene. Diese sind bei den meisten Produkten auch gesetzlich geregelt, um eine Vergleichbarkeit zu ermöglichen (TER, Performanceentwicklung, Volatilität, „Mietausfallsrate“ für offene Immobilienfonds etc). Trotz der gesetzlichen Verpflichtung zur „einfachen und kundenverständlichen“ Darstellung ist feststellbar, dass die Unterlagen zu Produkten, die diese Produkte anbietenden Unternehmensformen und die Angebote so vielfältig sind, dass ein Vergleich der Kennzahlen bereits für Privatanleger schwierig ist. Eine darüber hinausgehende inhaltliche Bewertung der Produktunterschiede und noch weitergehend die Unterschiede der für die jeweilige Veranlagung vom Gesetzgeber oder vom Produktanbieter zum Vorteil der Kunden definierten risikosteuernden Maßnahmen zu erkennen, setzt hohes Detailwissen voraus – und wird aus Sicht des Autors aber auch sehr selten von den Anbietern kommuniziert – eben weil zu komplex.
- Da es zudem systemimmanent ist, dass die Produktanbieter Informationsvorteile gegenüber den Anlegern haben (manche auch gegenüber anderen Produktanbietern), ist auch hier der Gesetzgeber gefordert, dieses Ungleichgewicht entweder im Interesse der Anleger zu lösen oder dieses zumindest offenzulegen.
- Die Tendenz des Gesetzgebers der letzten Jahre lässt erkennen, dass der risikosteuernde Gesichtspunkt bei Kapitalmarkt-Produkten und den diesen anbietenden Unternehmen verstärkt wird und dass diese Risiken auch den Kunden in transparenter Weise offenzulegen sind. Umfassende Risikohinweise

im Rahmen der Beratungsgespräche belegen diesen Trend. Es entsteht jedoch zum einen der Eindruck, dass die Kundenunterlagen teilweise „Abschreibeübungen der rechtlichen Vorgaben“ sind und dass andererseits die Formulierung der Risiken sehr allgemein gehalten sind, um den Handlungsspielraum der Anbieter nicht zusätzlich zu den bestehenden regulatorischen Einschränkungen weiter einzuschränken.

- Jede rechtlich zwingend vorgesehene Risikomanagement-Maßnahme bindet Ressourcen in einem Unternehmen und wird auch in der Produktkalkulation des Anbieters ihren Niederschlag bei Verrechnung der Aufwände an das Produkt/an den Kunden haben. Da wie geschrieben ein wichtiger Entscheidungsfaktor für Anleger die vergangenheitsbezogene Performance darstellt und

Schlussfolgerungen auf Produktebene: in Kapitel 2.5.2. wurde die Zusammenfassung einer Betrachtung der Vorteile der direkten/indirekten Immobilienveranlagungen von Sebastian et al. zitiert. Diese Arbeit hat als Kernaussage festgehalten: „*Der Offene Immobilienfonds vereint die meisten Vorteile im Hinblick auf Losgröße, Diversifikation und Inflationsschutz.*“⁷⁶ Der Fokus der zitierten Arbeit war nicht auf die immobilienpezifische Risikosituation bezogen, hat jedoch den Blickwinkel der Produktspezifika im Anlegerinteresse bearbeitet. Ohne hier eine umfassende Gegenüberstellung der Vor/Nachteile der einzelnen Produkte darzustellen, kann auf Produktebene folgende Rangreihung der in dieser Arbeit untersuchten indirekten Immobilienveranlagungen hinsichtlich der im Anlegerinteresse definierten risikosteuernden Maßnahmen vorgenommen werden:

höchste Stufe: offene Immobilienfonds nach österreichischem Recht (ImmoInvFG, AIFMG), geschlossene indirekte Immobilienveranlagungen gem. AIFMG sowie Immobilien-Anleihen mit grundbücherlichen Sicherheiten (unter Annahme der vorangigen Besicherung der Gläubigerforderungen und Angebot nach KMG) stellen sehr weitgehende rechtliche Verpflichtungen zu risikosteuernden Maßnahmen dar.

mittlere Stufe: Immobilien-Aktien: für dieses Produkt bestehen zwar keine konkreten rechtlich geforderten immobilienpezifischen Risikovorsorgen. Aufgrund der unterschiedlichen rechtlich definierten organisatorischen Vorgaben ist die Einstufung vor der untersten Stufe möglich.

unterste Stufe: Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug ohne zusätzliche immobilienpezifische / gläubigerspezifische Risikovorsorgen und Immobilien-

⁷⁶ Vgl. IRE/BS, Institut für Immobilienwirtschaft, Heft 2, 2012, Autoren: SEBASTIAN Steffen, STEININGER Bertram, WAGNER-HAUBER Melanie, Seite 5

Zertifikate stellen im Wesentlichen Forderungen gegenüber den Emittenten dar und sind daher ausschließlich von der Bonität der Produkthanbieter abhängig. Diese Stufe

Schlussfolgerungen auf Ebene der Risikokategorien (Pkt. 4.3.2., 4.3.3. und 4.3.4.): einleitend ist festzuhalten, dass der unten angeführten Einteilung keine wie immer geartete risikogewichtete Bewertung und kein Scoring-Modell zugrunde liegt. Es werden die in dieser Arbeit festgestellten Aussagen aus Sicht des Autors bewertet und mit kurzen Begründungen erläutert. Zudem ist wesentlich, dass in dieser Betrachtung ausschließlich die gesetzlich zum Vorteil der Anleger definierten risikosteuernden Maßnahmen in die Einteilung einfließen und keine allgemeinen rechtlichen oder auf Produktebene von Anbietern „freiwillig“ definierte zusätzliche Merkmale berücksichtigt werden.⁷⁷

- Risikokategorie: Risiken aus fehlerhaftem bzw. mangelhaftem Management
 - höchste Stufe:** offene Immobilienfonds / geschlossene Immobilienfonds gem. AIFMG
 - Loslösen und somit Sicherung des veranlagten Kapitals über die Konstruktion des Sondervermögens
 - detaillierte aufsichtsrechtliche und organisatorische Rahmenbedingungen
 - detaillierte und verbindliche Anlagerichtlinien und Überprüfung der in diesen definierten Grenzen laufend durch das Management und die Verwahrstelle und jährlich durch einen externen Prüfer
 - mittlere Stufe:** Immobilien-Anleihen⁷⁸
 - Loslösen und somit Sicherung des veranlagten Kapitals über die Konstruktion des Sondervermögens
 - unterste Stufe:** Immobilien-Aktien, Immobilien-Zertifikate, Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug

⁷⁷ Differenzierung Immobilien-Anleihe / Unternehmensanleihe mit Immobilienbezug: erstere sehen qualifizierte Sicherungsmechanismen im Interesse der Anleger vor, die durch eine externe Stelle überprüft werden (grundbücherliche Sicherheit der Investoren, Auszahlung des Kapitals an das Unternehmen über eine Treuhandkonstruktion...); Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug weisen keine derartigen rechtlichen Möglichkeiten vor.

⁷⁸ Differenzierung Immobilien-Anleihe / Unternehmensanleihe mit Immobilienbezug: erstere sehen qualifizierte Sicherungsmechanismen im Interesse der Anleger vor, die durch eine externe Stelle überprüft werden (grundbücherliche Sicherheit der Investoren, Auszahlung des Kapitals an das Unternehmen über eine Treuhandkonstruktion...); Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug weisen keine derartigen rechtlichen Möglichkeiten vor.

- keine spezifischen gesetzlichen immobilienbezogenen risikosteuernde Vorgaben
- Risikokategorie: Immobilienrisiken (Ankaufs-/Verkaufs-, Entwicklungs-, Bewirtschaftungs-, Leerstandsrisiken, etc.)
 - höchste Stufe:** offene Immobilienfonds,
 - Grundlegende gesetzliche Verpflichtung zur Risikosteuerung in quantitativer und qualitativer Hinsicht
 - der Gesetzgeber gibt klare Rahmenbedingungen auf Portfolio-Ebene vor (Definition von Grenzen hinsichtlich Projektentwicklungen, Grundstücksgesellschaften, EU/non EU, etc.)
 - gesetzlich verpflichtende mehrstufige Genehmigungs- und Kontrollverfahren (z.B. durch die Depotbank bei Erwerb, Belastung von Immobilien, ...)
 - mittlere Stufe I:** geschlossene Immobilienfonds nach AIFMG
 - Auf Grundlage definierter Anlagerichtlinie hat das
 - mittlere Stufe II:** Immobilien-Aktien, Immobilien-Anleihen
 - das Management der Immobilien (Ankauf, Verkauf, Entwicklung, ...) ist Unternehmensgegenstand; rechtlich gesehen gibt es daher keine spezifischen risikosteuernden Maßnahmen
 - unterste Stufe:** Immobilienzertifikate und Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug
- Risikokategorie: Liquiditätsrisiken
 - höchste Stufe:** offene Immobilienfonds / geschlossene Immobilienfonds nach AIFMG
 - die Grundlagen des AIFMG zur Etablierung eines Liquiditätsmanagementsystems gelten sowie die Informationspflichten an Aufsicht und Investoren hinsichtlich „illiquider Vermögenswerte“
 - darüber hinaus definiert der Gesetzgeber im ImmoInvFG klare Parameter, bis zu welchen Risiken der Manager ohne „Einmischung“ der Aufsicht agieren kann
 - mittlere Stufe:** Immobilien-Anleihen, Immobilien-Aktien, Unternehmensanleihen mit Immobilienbezug
 - Liquiditätsrisiken sind im Rahmen des unternehmensweiten Risikomanagement abzubilden

unterste Stufe: Immobilienzertifikate

Abschließend ist aus Sicht des Autors festzuhalten:

Es ist weiterhin Aufgabe und „Schicksal“ des Anlegers, sich im Rahmen der Produktauswahl hinsichtlich der risikobegrenzenden Faktoren zu informieren und zu entscheiden, ob die von einigen Produkten definierten Maßnahmen als „wertvoll“ gewertet werden.

Rechtlich gesehen ist mit Einführung der dem AIFMG zugrunde liegenden EU-Richtlinie (und den mitgeltenden Verordnungen) ein wichtiger Schritt in Richtung Marktstandards zur Eingrenzung der Risiken für Anleger gesetzt worden. Es ist aber auch zu betonen, dass diese Maßnahmen den Fokus der Begrenzung Systemrelevanz sehen und daher sehr geringe risikosteuernde produktspezifische Vorgaben enthalten. Es gilt abzuwarten (und ist zu befürchten), ob zukünftig weitergehende inhaltliche Regelungen auf Produktebene durch internationale Organisationen erfolgen werden.

Kurzfassung

Mit Etablierung von offenen Immobilienfonds in Österreich in 2003 wurde eine weitere Möglichkeit zur indirekten Investition in Immobilien geschaffen. Für Anleger ist die Vermögensanlage in diese Wertpapiere – wie auch in andere indirekte Immobilienveranlagungen – mit gewissen Risiken verbunden. Im Zuge der erstmaligen Erlassung sowie der laufenden Adaptierungen des Immobilieninvestmentfonds-Gesetzes sowie durch Erlassung weiterer Gesetze mit Auswirkungen auf die Immobilienfondsveranlagung haben nationale wie internationale Gesetzgeber gewisse Rahmenbedingungen für das Steuern und Managen der mit dieser Veranlagung verbundenen Risiken definiert. In diversen Kommentaren und Bearbeitungen zum Immobilieninvestmentfondsgesetz und dem Produkt „offener Immobilienfonds“ wurden zwar die Anforderungen an das Risikomanagementsystem beschrieben. Es gibt jedoch keine Untersuchung, die die regulatorischen risikosteuernden Vorgaben für offene Immobilienfonds in einer vergleichenden Darstellung mit den Vorgaben bei anderen indirekten Immobilienveranlagungen aufbereitet. Zentrale Hypothese dieser Arbeit ist, dass der Gesetzgeber risikosteuernde Maßnahmen zugunsten der Anleger von offenen Immobilienfonds im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen definiert hat. Die Bearbeitung und Aufbereitung der Thematik erfolgt zunächst in der Beschreibung des Produktes Immobilieninvestmentfonds und die anderen Produkte indirekter Immobilienveranlagungen und der Grundlagen für Risikomanagementsysteme auf Basis von Literaturrecherchen. Die konkrete inhaltliche Aufbereitung des Thesenschwerpunktes „Risikosteuerung“ erfolgt mittels Prüfung und Vergleich der diversen rechtlichen Grundlagen (AIFMG, AktG, BWG, ImmoInvFG, KMG, etc.) sowie umfassender Recherche unterschiedlichster Unterlagen und Informationen der Produkthanbieter. Das Ergebnis der Arbeit zeigt, dass der nationale Gesetzgeber mit dem Immobilien-Investmentfondsgesetz in einigen Bereichen im Interesse der Anleger und im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienveranlagungen weitergehendere risikosteuernde Maßnahmen umgesetzt hat. Diese sind beispielsweise die Definition des Anlagevermögens als Sondervermögen, die rechtlich verpflichtende Definition der Risikostreuung in qualitativer und quantitativer Hinsicht sowie auf Portfolioebene konkrete Grenzwerte zur Liquiditätssteuerung.

Abkürzungsverzeichnis

AIF	Alternativer Investment Fund
AIFM	Alternativer Investment Fund Manager
AIFMG	Alternativer Investment Fund Manager Gesetz
AR	Aufsichtsrat
bzw.	beziehungsweise
etc.	etcetera
FMA	Finanzmarktaufsicht
gem.	gemäß
GL	Geschäftsleiter
IKS	Internes Kontrollsystem
ImmoInvFG	Immobilien-Investmentfonds-Gesetz
inkl.	inklusive
iVm	in Verbindung mit
iZm	im Zusammenhang mit
RM	Risikomanagement
VO	Verordnung
z.B.	zum Beispiel

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abb. 1	Schaubild Sondervermögen und Beteiligte
Abb. 2	Einteilung Wertpapierinvestmentfonds nach Anlagehorizont und Chancen/ Risiken
Abb. 3	Einteilung Wertpapierinvestmentfonds nach Ertragschancen und Risiken
Abb. 4	Absolute und relative Aufteilung des Fondsvolumens nach Fondsarten Immobilienfonds in AUT
Abb. 5	Fondsvolumina Wertpapierfonds nach Zielgruppen in AUT
Abb. 6	zugelassene Immobilienfonds der österreichischen KAGs
Abb. 7	Marktanteile der 5 österreichischen Immobilien KAGs
Abb. 8	Entwicklung Gesamtvolumen öster. Immobilien-Investmentfonds
Abb. 9	Gesamtvolumen öst. Wertpapier-Investmentfonds nach InvFG
Abb. 10	Anlagepyramide Volksbank – Stufe 3 erwähnt Immobilienfonds
Abb. 11	Anlage-Pyramide – international 5 stufig
Abb. 12	Anlage-Pyramide – international 3- stufig
Abb. 13	Management Summary direkte/indirekte Immobilienveranlagung
Abb. 14	Kennzahlen von ausgewählten Immobilien-Aktien der Wiener Börse
Abb. 15	„Dichtefunktion“ nach Gondring
Abb. 16	Kaskade der Risikokategorisierung
Abb. 17	Risikokategorisierung für ImmobilienPortfolio-Management
Abb. 18	Risikomanagementkreislauf
Abb. 19	Details internes Kontrollsystem

Literaturverzeichnis

Arlt/Blaser/Engels/Flüthmann/Hahr (2009): „Implementierung Immobilien-Risikomanagement“, Herausgeber: Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Arbeitskreis 6 Immobilien-Risikomanagement, Wiesbaden

Drexler Johannes (2006); „Überblick über den österreichischen Immobilien-Kapitalanlagemarkt“, Masterarbeit, technische Universität Wien, Wien

Gondring, Hanspeter (2007): „Risiko Immobilie, Methoden und Techniken der Risikomessung bei Immobilieninvestitionen“, Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München

Heidinger/Paul/Schmidt/Spranz/Urtz/Wachter (2004): „Kommentar zum Immobilien-Investmentfondsgesetz“, LINDE Verlag, Wien

Hofer Benedikt (2008): „Überblick über Immobilienfonds und Immobilienaktien in Österreich“, Master Thesis, Technische Universität Wien,

Manchen, Zuzana (2008); „Risikomanagement im Lebenszyklus von Immobilien“, Master Thesis; Technische Universität Wien, Wien

Maier, Kurt/Graf, Karl-Herbert/Schwatlo Winfried/Steinbrenner Hans-Peter (2007): „Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen – Ein Leitfaden für Theorie und Praxis. 3., überarb. und erw. Auflage“, Frankfurt am Main: Knapp

Mickan Henri (2012): „Interne Kontrollsysteme in der Immobilienwirtschaft – Aufbau und Gestaltung des Risikomanagements“, Discussion Paper, Fachbereich Ingenieurwissenschaften im Studiengang Facility Management; Berlin

Plantz Franziska (2012): Grundlagen des Immobilien-Risikomanagements – Risikodarstellung und Methodenunterschuchung“, Discussion Paper, Fachbereich Ingenieurwissenschaften 2 im Studiengang Facility Management, Berlin

Standfest Hartmann (2011); Der geschlossene Immobilienfonds – Strukturierung, Sensitivitätsanalyse und Stresstest, Master Thesis; technische Universität Wien, Wien

Steffen, Sebastian/Steininger, Bertram Steininger/Wagner-Haubner Melanie (2012): Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen. In Steffen Sebastian (Hrsg.):Schwerpunkt Immobilienmanagement, Heft 2; Regensburg, Managementsummary

Stock Alexandra (2009): Risikomanagement im Rahmen des Immobilien-Portfoliomanagements institutioneller Investoren; Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner-Schulte, Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel In Band 54 aus Schriften zur Immobilienökonomie;

Urschel, Oliver (2010): Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft : ein Beitrag zur Verbesserung der Risikoanalyse und –bewertung. KIT Scientific Publishing, Karlsruher Schriften zur Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft 4, Karlsruhe

Zlatarics, Gabriela (2008); Risikomanagement im Immobilien-Ankaufsprozess; Master Thesis; Technische Universität Wien; Wien