

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 42**

**Ein Marktprozeßansatz  
in der Analyse des Gesetzes über  
Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) –  
insbesondere bei Publikums-  
Immobilienfonds**

**Von**

**Alexander Oldenburg**



**Duncker & Humblot · Berlin**

ALEXANDER OLDENBURG

**Ein Marktprozeßansatz in der Analyse des Gesetzes  
über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) –  
insbesondere bei Publikums-Immobilienfonds**

# **Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts**

herausgegeben von

**Heinz Grosseckler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster  
Klaus J. Hopt, Hamburg · Christian Kirchner, Berlin  
Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main**

**Band 42**

Ein Marktprozeßansatz  
in der Analyse des Gesetzes über  
Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) –  
insbesondere bei Publikums-  
Immobilienfonds

Von

Alexander Oldenburg



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Oldenburg, Alexander:**

Ein Marktprozeßansatz in der Analyse des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) - insbesondere bei Publikums-Immobilienfonds / von Alexander Oldenburg. – Berlin : Duncker und Humblot, 1999

(Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts ; Bd. 42)

Zugl.: Berlin, Techn. Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09846-3

D 83

Alle Rechte vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Werner Hildebrand, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0935-5065

ISBN 3-428-09846-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☹

## Vorwort

Die vorliegende Dissertation entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre der Technischen Universität Berlin. Das gute Arbeitsklima an diesem Lehrstuhl war der eigenverantwortlichen Forschungstätigkeit stets förderlich. Hierfür möchte ich Herrn Prof. Dr. Bernd Aschfalk herzlich danken, der auch die Erstellung des Erstgutachtens übernommen hat. Für die Übernahme des Koreferats danke ich Herrn Prof. Dr. Axel Hunscha.

Bei der Entstehung der Dissertation haben mir Prof. Dr. Helmuth Wilke, Dr. Dirk-Oliver Kaul, Dr. Ulrich Niehus, die Kollegen vom Lehrstuhl Prof. Serfling, Dipl.-Volksw. André Starkloff und insbesondere Dr. Anna und Emil Oldenburg fachlich und persönlich stets zur Seite gestanden.

Herr Prof. Dr. Rückle, Trier, und Herr Prof. Dr. Dr. Kirchner, Berlin, haben auf meine Anfrage hin die Aufnahme der Arbeit in die vorliegende Schriftenreihe geprüft. Für die unkomplizierte Handhabung meines Anliegens möchte ich mich ausdrücklich bedanken.

Während der methodische und der analytische Teil im Sommer 1997 abgeschlossen wurden, mußten die für eine Aktualität wichtigen Rechts- und Literaturquellen im Verlaufe des Promotionsverfahrens stetig der Entwicklung angepaßt werden. Insbesondere das dritte Finanzmarktförderungsgesetz ist in der durch das Steuerentlastungsgesetz geänderten Fassung berücksichtigt.

Berlin, im Juni 1999

*Alexander Oldenburg*



## Inhaltsübersicht

<b>A. Problemstellungen und Gang der Untersuchung</b> .....	27
<b>B. Methodischer Teil: Explikation eines Marktprozeßansatzes in der ökonomischen Analyse des Rechts</b> .....	33
I. Zielsetzungen und Untersuchungsgegenstände in ökonomischen Analysen des Rechts .....	33
II. Mögliche Leitbilder eines funktionsfähigen (Kapital-) Markts .....	36
III. Argumente für die Wahl eines Marktprozeßansatzes als Leitbild der ökonomischen Analyse des Rechts .....	46
IV. Zur Methodik einer marktprozeßorientierten Analyse und Beurteilung des Kapitalmarktrechts .....	50
V. Ein Vergleich mit rechtswissenschaftlichen Aspekten eines funktionsfähigen Kapitalmarkts und Überlegungen zum Anlegerschutz .....	58
VI. Ergebnisse zur Untersuchungsmethodik .....	62
<b>C. Analytischer Teil: Unternehmungsprozesse bei Investmentimmobilienfonds als Anlageintermediäre</b> .....	63
I. Grundzüge der Markt- und Unternehmungsprozesse bei Anlagen in Investmentanteilen .....	63
II. Unternehmungsregeln zur planmäßigen Zahlungsverteilung .....	84
III. Unternehmungsregeln zur Unsicherheitsreduktion bei der Vertragsdurchführung .....	235
<b>D. Ergebnisse und weiterführende Überlegungen</b> .....	292
I. Rechnungslegung aus einem Guß? .....	292
II. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und Ausgestaltung des KAGG .....	297



III. Würdigung des Untersuchungsansatzes in der ökonomischen Analyse des Rechts .....	308
<b>E. Anhang</b> .....	313
I. Glossar: Die wichtigsten Begriffsbestimmungen bei Schneider .....	313
II. Rangfolgestabilität der Modellsteuer auf den kapitaltheoretischen Ge- winn .....	318
III. Zu C.II.3.d)(1)(d) .....	318
IV. Zu C.II.3.d)(2)(e) .....	324
V. Kopie einer Besteuerungsübersicht für „Immobilienfonds“ .....	326
VI. Auszug aus den Allgemeinen und Besonderen Vertragsbedingungen des Bundesverbands deutscher Investmentfonds e.V. ....	327
<b>Verzeichnis der Gerichtsentscheidungen, Verwaltungsanweisungen, Par- lamentaria und sonstiger Quellen</b> .....	335
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	338
<b>Sachverzeichnis</b> .....	356

## Inhaltsverzeichnis

<b>A. Problemstellungen und Gang der Untersuchung .....</b>	<b>27</b>
<b>B. Methodischer Teil: Explikation eines Marktprozeßansatzes in der ökonomischen Analyse des Rechts .....</b>	<b>33</b>
I. Zielsetzungen und Untersuchungsgegenstände in ökonomischen Analysen des Rechts.....	33
II. Mögliche Leitbilder eines funktionsfähigen (Kapital-) Markts.....	36
1. Neoklassik und Neoinstitutionalismus .....	39
2. „Marktprozeßdenken“ .....	43
III. Argumente für die Wahl eines Marktprozeßansatzes als Leitbild der ökonomischen Analyse des Rechts .....	46
IV. Zur Methodik einer marktprozeßorientierten Analyse und Beurteilung des Kapitalmarktrechts.....	50
1. Analysekriterien .....	50
a) Planungshandlungen und die Trennung von entscheidungslogischem und Informationsrisiko als Aspekte der Einkommensunsicherheit.....	50
b) Überindividuelle Sichtweise und „Verteilungsfolgen“ .....	53
2. Gerechtigkeitskriterien und Verbesserung der Planbarkeit .....	54
V. Ein Vergleich mit rechtswissenschaftlichen Aspekten eines funktionsfähigen Kapitalmarkts und Überlegungen zum Anlegerschutz.....	58
1. Rechtswissenschaftliche Argumentationsmuster.....	58
2. Ein Würdigungsversuch aus Sicht des Marktprozeßansatzes .....	60
VI. Ergebnisse zur Untersuchungsmethodik .....	62
<b>C. Analytischer Teil: Unternehmungsprozesse bei Investmentimmobilienfonds als Anlageintermediäre.....</b>	<b>63</b>

I.	Grundzüge der Markt- und Unternehmungsprozesse bei Anlagen in Investmentanteilen .....	63
1.	Zeitaspekt, Markt- und Unternehmungsstrukturen und -regeln als mögliche Gliederungsmerkmale von Kapitalanlagevorgängen .....	63
2.	Marktprozesse in der Anbahnungsphase .....	65
a)	Marktstrukturmerkmale von Publikumskapitalanlagen.....	65
b)	Marktregeln bei Investmentfonds.....	68
3.	Unternehmungs- und Marktprozesse in der Durchführungsphase.....	71
a)	Unternehmungsstrukturen von Anlageintermediären.....	71
(1)	Merkmale von Finanzierungsbeziehungen .....	71
(2)	Merkmale bei kollektiver Vermögensverwaltung .....	73
b)	Unternehmensregeln bei Investmentfonds.....	76
(1)	Privatrechtliche Grundzüge .....	79
(2)	Steuerrechtliche Probleme der intermediativen Anlage.....	82
c)	Ergebnisse zum Fortgang der Analyse von Unternehmensregeln in der Durchführungsphase .....	83
II.	Unternehmensregeln zur planmäßigen Zahlungsverteilung.....	84
1.	Aufnahme und Aufgabe von Anteilen.....	85
a)	Ansätze zur Anteilbewertung.....	85
b)	Referenzmodelle .....	89
(1)	Ein- und Austritt .....	90
(a)	Keine Änderung der internen Verzinsung durch Änderung des Kapitalbestands.....	91
(b)	Interne Verzinsung reagiert auf Änderung des Kapitalbestands .....	94
(2)	Anteilerwerb und -veräußerung .....	99
(3)	Zwischenergebnis .....	101
c)	Indirekte Anteilbewertung bei Anlageintermediären, insbesondere Grundstücksunternehmungen.....	103
(1)	Doppelt indirekte Anteilbewertung.....	103
(2)	Modifikationsprinzipien für den Ertragswertkalkül .....	109
(3)	Das öffentlich-rechtliche Verfahren zur Grundstückswertschätzung .....	111

## Inhaltsverzeichnis

11

(4) Ertragswertmodifizierungen in der WertV.....	116
(5) Zwischenergebnis .....	119
d) Anteilpreis, Anteil- und Unternehmungswert bei Investmentfonds .....	121
e) Bewertung des Investmentvermögens.....	122
f) Aufnahme und Aufgabe von Anteilen an Investmentimmobilienfonds .....	126
(1) Gründung und planmäßige Abwicklung des Sondervermögens.....	126
(2) Anteilbewertung bei Ein- und Austritt.....	128
(a) Einflußgrößen des Inventarwerts und Verbundeffekte .....	128
(b) Anteilausgabe und -rücknahme .....	132
(3) Überlegungen zur Anteilübertragung.....	138
g) Vergleich marktprozeßorientierter und neoinstitutionalistischer Analyseergebnisse.....	140
2. Ausschüttungsregelung .....	146
a) Ausschüttungskonzeption als Ausformung der finanziellen Zielsetzungen .....	146
(1) Vermögensmaximierung der Unternehmung .....	147
(2) Ausschüttungsmaximierung und Regeln rechnungsmäßiger Unternehmungserhaltung.....	148
(a) Bilanzrechtskonzeptionen.....	149
(b) Ertragswerterhaltung .....	150
(3) Vermögensmaximierung der Anteilseigner .....	154
(4) Anpassung typisierter an subjektive finanzielle Präferenzen .....	157
(5) Zwischenergebnis .....	158
b) Ausschüttungsregelung bei Investmentfonds.....	159
(1) Grundsätze der Ausschüttungsregelung bei Grundstücks-Sondervermögen.....	159
(2) Sonderpositionen der Ausschüttungsregelung.....	162
(3) Abtrennung der Ergebnisverwendung.....	165
(4) Ausschüttungsregelung und finanzielle Zielsetzung der Fondsleitung .....	165

(5) Überlegungen zu Planbarkeitsfolgen der Ausschüttungsregelung bei den Kapitalgebern .....	167
c) Vergleich marktprozeßorientierter und neoinstitutionalistischer Analyseergebnisse.....	169
3. Besteuerung.....	171
a) Steuerneutralität.....	171
(1) Bemessungsgrundlagen entscheidungsneutraler Modellsteuern in der Diskussion .....	171
(a) Einkommensteuern .....	172
(b) Andere Bemessungsgrundlagen.....	177
(2) Ableitung von Entscheidungswirkungen im Bezugsmodell der Steuer auf den kapitaltheoretischen Gewinn.....	178
(3) Planbarkeit und Gleichmäßigkeit als Merkmale steuerrechtlicher Tauschgerechtigkeit.....	181
b) Zum „Grundsatz der steuerlichen Transparenz“ bei Investmentfonds .....	182
c) Die Besteuerungskonzeption bei Grundstücks-Sondervermögen aus rechtlicher Sicht.....	185
(1) Ebene des Sondervermögens .....	185
(a) Ermittlung der Einkünfte des Sondervermögens .....	186
(b) Behandlung der dem Sondervermögen zu- und abfließenden Steuern .....	190
(c) Nachweis der Besteuerungsgrundlagen .....	192
(2) Ebene des Anteilinhabers.....	193
(a) Anteile im Privatvermögen.....	193
(b) Anteile im Betriebsvermögen .....	194
(3) Zwischenergebnis .....	196
d) Die Besteuerungskonzeption aus ökonomischer Sicht .....	197
(1) Investitionsneutralität und Kapitallenkung .....	198
(a) Begründbarkeit und Auswahl von Vergleichsobjekten.....	198
(b) Vergleichsaspekte zur „Direktanlage“ .....	200
(c) Vergleichsaspekte zu Grundstücks-Sondervermögen des nicht-organisierten Kapitalmarkts.....	202

(d) Modellrechnung zur Vorteilhaftigkeitswirkung für Anlagen im steuerlichen Privatvermögen.....	207
(e) Würdigung der Modellergebnisse.....	211
(2) Zurechnungs- und Ergebnisverwendungsneutralität.....	213
(a) Besteuerungsgrundlage und Anteilwert.....	213
(b) Besteuerung verwendbarer Ergebnisbestandteile.....	215
(c) Einfluß der Verwendungsreihenfolge auf die Besteuerungsgrundlagen.....	218
(d) Verteilungsneutralität und Ertragsausgleich.....	221
(e) Effektive Grenzsteuerbelastung der Zurechnungs- und Verwendungsregeln.....	224
(f) Zwischenergebnis.....	229
e) Vergleich marktprozeßorientierter und neoinstitutionalistischer Analyseergebnisse.....	230
III. Unternehmungsregeln zur Unsicherheitsreduktion bei der Vertragsdurchführung.....	235
1. Referenzüberlegungen zur Reduktion von Einkommensunsicherheiten.....	236
a) Übernahme von Einkommensunsicherheiten.....	236
b) Investitionsmischung.....	238
c) Probleme des Auftragshandelns.....	241
(1) Maßnahmen zur Unsicherheitsreduktion bei Auftragsverhältnissen über die Ausübung von Unternehmerfunktionen.....	242
(2) Agency-Kosten als Merkmal „vertragseffizienter“ Kontroll- und Anreizsysteme?.....	243
2. Unternehmungsregeln zur Unsicherheitsverringerung bei Investmentfonds unter Ausklammerung von Problemen des Auftragshandelns.....	246
a) Veränderung des Wissensstands der Kapitalgeber.....	247
(1) Inhalt des gesetzlich geregelten Rechenschaftsberichts.....	247
(2) Weitere potentielle Informationsquellen.....	249
(3) Würdigungsversuche.....	250
b) Anpassung der Kapitalanlageentscheidung an den Informationsstand.....	254

c)	Risikomischung und Anlagerichtlinien .....	256
(1)	Zum Grundsatz der Risikomischung.....	256
(2)	Würdigungsversuche .....	258
d)	Zur Unsicherheitsübernahme durch die KAG .....	262
(1)	Beschränkung des Verlustrisikos der Anteilinhaber .....	262
(2)	Kapitalstruktur des Sondervermögens .....	263
(3)	Mindestkapitalausstattung der KAG.....	265
(4)	Garantieübernahmen und Garantiefonds.....	267
(5)	Würdigungsversuch .....	269
3.	Verborgenes Handeln und Verfügungsrechtsverteilung bei Investment-Anlageintermediären .....	270
a)	Leistungskontrolle bei Investmentfonds .....	271
(1)	Merkmale zur Leistungsbestimmung.....	272
(a)	Verhaltensindikatoren.....	272
(b)	Ergebnisindikatoren.....	274
(2)	Leistungsprüfung .....	275
b)	Anpassungshandlungen und Anreizsystem .....	277
(1)	Sanktions- und Belohnungshandlungen des Kapitalgebers.....	277
(2)	Sanktionshandlungen der Aufsichtsstelle.....	278
(3)	Regeln über das Leistungsentgelt der Anlageintermediäre .....	279
(a)	Bemessungsgrundlagen der Vergütungsansprüche von Anlageintermediären .....	280
(b)	Beispielhafte Verteilungswirkung im Investmentdreieck ....	283
(c)	Mögliche Entscheidungswirkungen beim Anlageintermediär.....	285
c)	Zusammenfassende Würdigung.....	287
4.	Vergleich marktprozeßorientierter und neoinstitutionalistischer Analyseergebnisse .....	288
<b>D.</b>	<b>Ergebnisse und weiterführende Überlegungen.....</b>	<b>292</b>
I.	Rechnungslegung aus einem Guß? .....	292
II.	Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und Ausgestaltung des KAGG.....	297

1. Zur methodischen Umsetzung der Leitbilder .....	298
2. Zu den Untersuchungsergebnissen der KAGG-Regelungen der Durchführungsphase .....	302
3. Kurzer Ausblick auf Regelungen der Nachordnungsphase .....	306
III. Würdigung des Untersuchungsansatzes in der ökonomischen Analyse des Rechts .....	308
<b>E. Anhang</b> .....	313
I. Glossar: Die wichtigsten Begriffsbestimmungen bei Schneider .....	313
II. Rangfolgestabilität der Modellsteuer auf den kapitaltheoretischen Ge- winn .....	318
III. Zu C.II.3.d)(1)(d).....	318
1. Der modifizierte Kalkulationszinsfuß im Modellsteuersystem.....	318
2. Die Beispielzahlungsreihe im Modellsteuersystem.....	319
3. Zur Besteuerung der explizit erfaßten Anlagealternativen und ihrer Entscheidungswirkung .....	320
4. Dem Diagramm zugrundeliegende Daten .....	323
IV. Zu C.II.3.d)(2)(e).....	324
V. Kopie einer Besteuerungsübersicht für „Immobilienfonds“ .....	326
VI. Auszug aus den Allgemeinen und Besonderen Vertragsbedingungen des Bundesverbands deutscher Investmentfonds e.V. ....	327
<b>Verzeichnis der Gerichtsentscheidungen, Verwaltungsanweisungen, Par- lamentaria und sonstiger Quellen</b> .....	335
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	338
<b>Sachverzeichnis</b> .....	356



## **Tabellen- und Abbildungsverzeichnis**

Tabelle 1:	Alternative Gliederungsmerkmale einer Finanzierungsbeziehung.....	71
Tabelle 2:	Basisannahmen für die Referenzüberlegungen .....	90
Tabelle 3:	Partial-Finanzplan zu Beispiel 1.....	93
Tabelle 4:	Mögliche Verbundwirkungen von Kapitalbestandsänderungen.....	95
Tabelle 5:	Kapitalbestandselastische Periodenergebnisse bei der ein- und aus- trittsoffenen Unternehmung in Beispiel 2 .....	96
Tabelle 6:	Modifizierte Anteile bei unelastischen Periodenergebnissen in Beispiel 3 .....	98
Tabelle 7:	Modifizierte Anteilermittlung für kapitalbestandselastische Peri- odenergebnisse bei der eintrittsgeschlossenen Unternehmung in Beispiel 4 .....	99
Tabelle 8:	Finanzplan zur Grundstücksunternehmung in Beispiel 7.....	105
Tabelle 9:	Unternehmungswerte zur Austrittsbewertung in Beispiel 8.....	106
Tabelle 10:	Unternehmungswerte zur Eintrittsbewertung in Beispiel 9.....	107
Tabelle 11:	Verteilungsfolgen des Beispiels 9, Fall 2 und Varianten.....	108
Tabelle 12:	Vollständiger Finanzplan zum Beispiel 10.....	115
Tabelle 13:	Überblick über Schätzverfahren für Verkehrseinzelwerte des Son- dervermögens.....	124
Tabelle 14:	KAGG-Fondswerte zur Austrittsbewertung im Beispiel 13.....	134
Tabelle 15:	KAGG-Fondswerte zur Eintrittsbewertung im Beispiel 14.....	135
Tabelle 16:	Ermittlung des kapitaltheoretischen Gewinns im Beispiel 16.....	151
Tabelle 17:	Ertragswertreihe der Unternehmung und Einkommenstrom des Kapitalgebers in Beispiel 16 .....	152
Tabelle 18:	Zahlungsreihen und Modell-Bemessungsgrundlagen des Beispiels 19 .....	174
Tabelle 19:	Vor- und Nachsteuergrößen der Modellsteuern in Beispiel 19 .....	175
Tabelle 20:	Zahlungsreihen einer Modellsteuer auf den Ertragswert.....	178
Tabelle 21:	Vereinfachtes Schema zur Ermittlung der Einnahmen aus Invest- mentanteilscheinen mit Maximalumfang (+) und Abzügen (-) .....	196
Tabelle 22:	Besteuerungsgrundlagen des Beispiels 21.....	197
Tabelle 23:	Basisannahmen des Beispiels 22.....	208
Tabelle 24:	Ergebnisse der Modellrechnungen des Beispiels 22 .....	209

Tabelle 25:	Ergebnisverwendungsvarianten im folgenden Beispiel 23.....	218
Tabelle 26:	Zusammensetzung der Fondswertänderung in Beispiel 23 .....	218
Tabelle 27:	Einfluß der Ergebnisverwendung auf die Einnahmen aus Invest- mentanteilen in Beispiel 23 .....	219
Tabelle 28:	Verteilung der Bemessungsgrundlagenteile des Beispiels 24 auf Anteilscheine im Privatvermögen und summarisch aus Sicht des Fiskus.....	221
Tabelle 29:	Besteuerungsgrundlage bei einer Modellsteuer auf den kapital- theoretischen Gewinn.....	225
Tabelle 30:	Vorteilhaftigkeitswirkung im Beispiel 26 .....	226
Tabelle 31:	Besteuerungsgrundlagen des Beispiels 28 bei Anteilscheinen im Betriebsvermögen .....	227
Tabelle 32:	Vorteilhaftigkeitswirkung der Besteuerungsgrundlagen für ausge- wählte Fälle der Beispiele 27 und 28 .....	229
Tabelle 33:	Einperiodige Besteuerungswirkung der Verschuldung in Beispiel 29 .....	264
Tabelle 34:	Die Entgeltverteilung auf KAG, Depotbank und Bodengutachter im Beispiel 30 .....	283
Tabelle 35:	Der steuermodifizierte Kalkulationszinsfuß im Finanzplan .....	319
Tabelle 36:	Die Beispielzahlungsreihe im Modellsteuersystem.....	319
Tabelle 37:	Die direkte Wertpapieranlage.....	320
Tabelle 38:	Die direkte Wertpapieranlage ohne Besteuerung des Disagios.....	320
Tabelle 39:	Die direkte Grundstücksanlage .....	321
Tabelle 40:	Die direkte Grundstücksanlage ohne Sonder-AfA .....	321
Tabelle 41:	Die Anlage in Anteilscheinen an einem Investmentimmobilien- fonds .....	322
Tabelle 42:	Die Beteiligung an einem Immobilienfonds des nicht-organisierten Kapitalmarkts.....	322
Tabelle 43:	Effektive Grenzsteuersätze bei Variation des Gleichgewichtszins- satzes.....	323
Tabelle 44:	Effektive Grenzsteuersätze bei Variation des Gleichgewichtszins- satzes, aber konstanten periodischen Grenzsteuersätzen .....	323
Tabelle 45:	Besteuerungsgrundlage bei einer Modellsteuer auf den kapital- theoretischen Gewinn in Beispiel 25 .....	324
Tabelle 46:	Finanzpläne zum Beispiel 26 .....	324
Tabelle 47:	Finanzpläne zu den Beispielen 27 und 28 .....	325
Tabelle 48:	Kopie aus „Steuerliche Behandlung inländischer Investmenterträ- ge bei der Einkommensteuerveranlagung 1998“ .....	327

Abbildung 1:	Vereinfachter Zusammenhang mikroökonomischer Ansätze .....	37
Abbildung 2:	Aufspaltung des Kapitalanlagemarkts aus Sicht der Anlageintermediäre.....	67
Abbildung 3:	Alternative Wege der Anteilaufnahme und -aufgabe .....	75
Abbildung 4:	Investmentdreieck als Anlageintermediär der Durchführungsphase .....	77
Abbildung 5:	Grundproblem der indirekten Anteilbewertung.....	91
Abbildung 6:	Vereinfachte Darstellung der „doppelt indirekten“ Anteilbewertung .....	104
Abbildung 7:	Effektive Grenzsteuersätze der Handlungsalternativen in Beispiel 22 .....	212
Abbildung 8:	Wohlfahrtsniveau und Agency-Kosten im neoinstitutionalistischen Kalkül.....	244
Abbildung 9:	Zusammensetzung der an die KAG fließenden Entgelte des Beispiels 30 .....	284

## Formel- und Beispielverzeichnis

Formel 1:	Anteilermittlung bei einer Kapitalzuführung .....	91
Formel 2:	Ergebniselastizität des Kapitalbestands.....	94
Formel 3:	Anteilermittlung mit Ausgleich von Verbundeffekten .....	97
Formel 4:	Verkehrswert eines Grundstücks nach dem Ertragswertverfahren der WertV .....	112
Formel 5:	Überführung des investitionstheoretischen Ertragswerts in den Kalkül der WertV.....	113
Formel 6:	Änderung des Grundstücksertragswerts zwischen zwei Zeitpunk- ten .....	114
Formel 7:	Wert eines Anteilscheins an einem Investment-Sondervermögen.....	121
Formel 8:	Anteilermittlung aus der Zahl umlaufender Anteilscheine.....	133
Formel 9:	Maßgrößen zur Analyse von Entscheidungswirkungen .....	179
Formel 10:	Zur Rangfolgestabilität der Rentabilitäten einer Steuer auf den ka- pitaltheoretischen Gewinn in der planmäßigen Zahlungsverteilung....	318
Beispiel 1:	Ein- und Austrittsbewertung bei konstanter interner Verzinsung.....	92
Beispiel 2:	Ein- und Austrittsbewertung bei elastischen Periodenergebnissen.....	96
Beispiel 3:	Ein- und Austrittsbewertung bei unelastischen Periodenergebnis- sen .....	97
Beispiel 4:	Austrittsbewertung bei eintrittsgeschlossener Unternehmung mit elastischen Periodenergebnissen .....	98
Beispiel 5:	Direkte Anteilbewertung bei zweiseitig offener Unternehmung .....	100
Beispiel 6:	Direkte Anteilbewertung bei eintrittsgeschlossener Unternehmung....	100
Beispiel 7:	Periodenergebnisse und Fondsendwert bei einer Grundstücksun- ternehmung .....	104
Beispiel 8:	Austrittsbewertung bei der Grundstücksunternehmung .....	106
Beispiel 9:	Eintrittsbewertung bei der Grundstücksunternehmung .....	106
Beispiel 10:	Bewertung einer Grundstücksunternehmung nach dem Kalkül der WertV.....	114
Beispiel 11:	Anteilsplitting .....	122

Beispiel 12:	Anteilwert und Anteilzahl bei einer Kapitalzuführung zu einem Investmentfonds .....	132
Beispiel 13:	Austrittsbewertung bei einem Grundstücks-Sondervermögen .....	133
Beispiel 14:	Eintrittsbewertung bei einem Grundstücks-Sondervermögen .....	135
Beispiel 15:	Verzerrung der Anteilziffern bei der Eintrittsbewertung.....	137
Beispiel 16:	Kapitaltheoretischer Gewinn als Ausschüttungsbemessungsgrundlage.....	151
Beispiel 17:	Wirkungsweise des Ertragsausgleichsverfahrens .....	163
Beispiel 18:	Einfluß der Ausschüttungsregelung auf die Anteilbewertung bei Grundstücks-Sondervermögen .....	168
Beispiel 19:	Eigenschaften einer Modellsteuer auf den Cash-Flow und den kapitaltheoretischen Gewinn im Vergleich .....	173
Beispiel 20:	Modellsubstanzsteuer auf den Ertragswert.....	177
Beispiel 21:	Ermittlung der Besteuerungsgrundlagen bei Anteilen an Grundstücks-Sondervermögen im Betriebs- und Privatvermögen .....	197
Beispiel 22:	Steuerrechtliche Kapitallenkung bei Direktanlagen und Fondsanlagen.....	208
Beispiel 23:	Einfluß der Ergebnisverwendung auf die Ermittlung der Besteuerungsgrundlagen.....	218
Beispiel 24:	Besteuerungsgrundlagen bei Ein- und Austritten mit und ohne Ertragsausgleich (bei Anteilen im Privatvermögen) .....	221
Beispiel 25:	Entscheidungsneutrale Steuerbemessungsgrundlagen bei Ein- und Austritt .....	224
Beispiel 26:	Wirtschaftliche Steuerbelastungen in Thesaurierungsfällen des Beispiels 24.....	225
Beispiel 27:	Wirtschaftliche Steuerbelastungen bei Anteilen im Privatvermögen in Ausschüttungsfällen des Beispiels 23.....	226
Beispiel 28:	Besteuerungsgrundlagen der Beispiele 23 und 24 bei Anteilen im Betriebsvermögen .....	227
Beispiel 29:	Zum behaupteten steuerlichen Vorteil der Fonds-Fremdfinanzierung.....	264
Beispiel 30:	Durchschnittliche Verteilung der Intermediärsentgelte bei Grundstücks-Sondervermögen im Kalenderjahr 1994 .....	283

## Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

### Abkürzungen

AfA	Absetzungen für Abnutzung, steuerrechtlich planmäßige Abschreibung
AGB-Gesetz	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen vom 9.12.1976, BGBl. I S. 3317, zuletzt geändert am 22.6.1998, BGBl. I, S. 1747.
AktG	Aktengesetz vom 6.9.1965, BGBl. I, S. 1089, zuletzt geändert am 28.10.1994, BGBl. I, S. 3210
AO	Abgabenordnung (AO 1977) vom 16.3.1976, BGBl. I 613, ber. 1977 I S. 269, zuletzt geändert am 22.6.1998, BGBl. I, S. 1747.
Aufl.	Auflage
AuslInvestmG	Auslandinvestment-Gesetz in der Fassung v. 9.9. 1998, BGBl. I S. 2820.
AVB	Allgemeine Vertragsbedingungen (z.B. für Grundstücks-Sondervermögen)
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BauGB	Baugesetzbuch in der Fassung vom 27.8.1997, BGBl. I, S. 2141, ber. 1998, S. 137, zuletzt geändert am 15.12.1997, BGBl. I, S. 2902.
ber.	bereinigt
BewG	Bewertungsgesetz in der Fassung vom 1.2.1991, BGBl. I, S. 230, zuletzt geändert am 29.6.1998, BGBl. I, S. 1962.
BFH	Bundesfinanzhof
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMG(t)	Bemessungsgrundlage (im Zeitpunkt t)
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drucksache	Bundtagsdrucksache; die folgenden Ziffern geben an: die Legislaturperiode/die Nummer der Drucksache; die Seitenzahl bezieht sich auf die Fundstelle, die nicht der Drucksache entsprechen muß
BV	steuerrechtliches Betriebsvermögen
BVB	Besondere Vertragsbedingungen (z.B. für Grundstücks-Sondervermögen)
BVI	Bundesverband Deutscher Investmentfonds e.V.
DepotG	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren in der Fassung der Bekanntmachung vom 11.1.1995, BGBl. I 1995, S. 34, zuletzt geändert am 22.6.1998, BGBl. I, S. 1747.

d.h.	das heißt
EStG	Einkommensteuergesetz 1997 vom 16. April 1997, BGBl. I S. 821, zuletzt geändert am 24.3.1999, BGBl. I, S. 402.
EStH	Hinweise 1996 zu den Einkommensteuer-Richtlinien 1996
EStR	Einkommensteuer-Richtlinien 1998 in der Fassung vom 15.12.1998, BStBl. I, S. 1518, 1528.
FM	Finanzminister(ium)
Fn	Fußnote
FördergebietsG	Gesetz über Sonderabschreibungen und Abzugsbeträge im Fördergebiet vom 23.9.1993, BGBl. I 1993 S. 1654, zuletzt geändert am 24.3.1998, BGBl. I, S. 529.
GE	Geldeinheit(en)
GewO	Gewerbeordnung in der Fassung vom 1.1.1987, BGBl. I 1987, S. 425, zuletzt geändert am 22.6.1998, BGBl. I 1996, S. 1474.
GewStG	Gewerbsteuergesetz 1991 in der Fassung der Bekanntmachung vom 21.3.1991, BGBl. I, S. 814, zuletzt geändert am 24.3.1999, BGBl. I. 402.
GewStR	Gewerbsteuer-Richtlinien 1998 vom 21.12.1998 BStBl. I, Sondernummer 2, S. 91.
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
Habil.	Habilitation
HGB	Handelsgesetzbuch (ohne Seehandel) vom 10.5.1897, RGBl. S. 219, zuletzt geändert am 25.6.1998, BGBl. I, S. 1588.
hrsg.	herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.S.(d.)	im Sinne (des)
IVG(en)	Investmentgesellschaft(en)
i.V.m.	in Verbindung mit
KAG(en)	Kapitalanlagegesellschaft(en)
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften in der Fassung vom 9. 9. 1998 BGBl. I 1998, S. 2726, zuletzt geändert am 24.3.1999, BGBl. I, S. 402.
KAGG-Bewertungsverordnung	Verordnung über die Bewertung stiller Beteiligungen gemäß § 25d Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 14.12.1988, BGBl. I 1988, S. 2237, zuletzt geändert am 27.12.1993, BGBl. I 1993 S. 2378.
KAGG-RE	Referentenentwurf zur Änderung des KAGG in Artikel 4 des Entwurfs eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), Stand 25.3.1997.
KStG	Körperschaftsteuergesetz 1996 in der Fassung vom 22.2.1996, BGBl. I, S. 340, zuletzt geändert am 20.12.1996, BGBl. I, S. 2049.
KStR	Körperschaftsteuer-Richtlinien 1995 vom 15.12.1995, BStBl. I 1996, Sondernummer 1.

KWG	Gesetz über das Kreditwesen in der Fassung vom 9.9.1998, BGBl. I, S. 2776.
m.w.N.	mit weiterem/n Nachweis/en
n.F.	neue Fassung
öAR	ökonomische Analyse des Rechts
o.V.	ohne Verfasserangabe
PV	steuerrechtliches Privatvermögen
Rz.	Randziffer
S.	Seite; in Rechtsquellen: Satz
sog.	sogenannt...
Sp.	Spalte
TDM	Tausend Deutsche Mark [Einheit]
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem/n
uaw.	und anderswo
UmgestaltungsG	Vorschriften über die Umgestaltung bestehender risikomischer Immobilienfonds - Gesetz zur Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften und der Gewerbeordnung vom 28.7.1969, BGBl. I, S. 986 [1992], abgedruckt in: Investment-Handbuch, hrsg. von Beckmann, Klaus/Scholtz, Rolf-Detlev, Loseblattsammlung, Fach 435, 1995.
Univ.	Universität
UStG	Umsatzsteuergesetz 1993 in der Fassung vom 27.4.1993, BGBl. I S. 565, ber. BGBl. I, S. 1160, zuletzt geändert am 24.3.1999, BGBl. I, S. 402.
UStR	Umsatzsteuer-Richtlinien 1996 vom 7.12.1995, BStBl. I, Sondernummer 4, ber. BStBl. I 1996, S. 1206 und 1997, S. 127.
Verordnung zu § 180 (2) AO	Verordnung über die gesonderte Feststellung von Besteuerungsgrundlagen nach § 180 (2) der Abgabenordnung vom 19.12.1986, BGBl. I 1986, 2663, zuletzt geändert am 15.12.1995, BGBl. I 1995, 1783.
VStG	Vermögenssteuergesetz in der Fassung vom 14.11.1990, BGBl. I, S. 2467, zuletzt geändert am 18.12.1995, BGBl. I, S. 1959.
WertR 1991	Richtlinien des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken in der Fassung vom 11.6.1991, (Beilage Bundesanzeiger 182a), zuletzt geändert am 7.3.1994 (Bundesanzeiger Nr. 58).
WertR 76/96	Richtlinien des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken in der Fassung vom 11.6.1991, (Beilage Bundesanzeiger 182a), zuletzt geändert am 20.9.1998 (Bundesanzeiger Nr. 170).
WertV	Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken vom 6.12.1988, BGBl. I S. 2209, zuletzt geändert am 18.8.1997, BGBl. I S. 2081.
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel vom 9.9.1998, BGBl. I, S. 2708.
z.T.	zum Teil



zugl.	zugleich
5. VermBG	Fünftes Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer, in der Fassung vom 4.3.1994, BGBl. I, S. 406, zuletzt geändert am 27.9.1998, BGBl. I, S. 2647.

### Symbole\*

$a$	Ausgabeaufschlag nach § 21 (1) S.2 KAGG in %
$A, B$	Ohne Indizes: Kapitalgeber
$AfA_t$	Steuerrechtliche Abschreibung für eine Periode $t$
$A_t^N$	Anteil des Kapitalgebers $N$ im Zeitpunkt $t$
$Aw_t$	Wert eines Anteilscheins im Zeitpunkt $t$
$Az_t^\Sigma$	Summe der umlaufenden Anteilscheine im Zeitpunkt $t$
$Az_t^N$	Anzahl der Anteilscheine des Kapitalgebers $N$ im Zeitpunkt $t$
$BMG_t$	Bemessungsgrundlage (einer Ausschüttung, einer Steuer) der Periode bzw. des Zeitpunkts $t$
$Bw$	Bodenwert nach §§ 13, 14 WertV
$B_t^{(2)}$	(Summe der) Kapitalzuführung(en) im Zeitpunkt $t$ , in Finanzplänen mit negativem Vorzeichen
$E^*$	Nachhaltiger Reinertrag eines Grundstücks nach § 16 WertV
$Etw\ddot{a}_t$	Änderung des Ertragswert der Vorperiode gegenüber der laufenden Periode $t$
$Etw_t$	Ertragswert nach Ausschüttung im Zeitpunkt $t$ auf Basis von $i_t$
$Etw_s_t$	Ertragswert nach Steuern im Zeitpunkt $t$ auf Basis von $i_s$
$Etw_t(T)$	Ertragswert einer Handlungsmöglichkeit im Zeitpunkt $t$ (bei einem Planungshorizont von $T$ )
$F_t$	Fondswert am Ende der Periode $t$ (vor Kapitalzuführungen)
$\bar{F}_t$	„Kapitalintensität“; unterstellter konstanter Kapitalbestand einer Periode im Anschluß an eine Kapitalbestandsänderung $B_{t-1}$
$\Delta F$	Fondswertänderung zwischen zwei Zeitpunkten
$g_{if}$	Im Beispiel 22: Anlage in Anteilen an einem geschlossenen Immobilienfonds
$gr$	Im Beispiel 22: direkte, ungemischte Grundstücksanlage
$i$	Kalkulationszinsfuß, Gleichgewichtsanlage, Kontoanlage
$i^n_{eff}$	Vereinfacht ermittelte Vorsteuerverzinsung einer Handlungsmöglichkeit $n$ , die die Nachsteuerverzinsung $i_s$ bietet
$il$	Ausschüttungsmodifizierter Kalkulationszinsfuß
$is_t$	Nachsteuerkalkulationszinsfuß (ggf. der Periode $t$ )
$k$	Liegenschaftszinssatz nach § 11 WertV
$l$	Ausschüttungsquote
$m_{eff}$	Effektive (wirtschaftliche) Mindestrenditeerhöhung

---

\*Indizes und Variablen hier nur auszugsweise; ihre Verwendung ergibt sich jeweils aus dem Textzusammenhang.

$n$	Zähler
$r^n_{diff}$	Vereinfacht ermittelte Vorsteuerrenditeänderung der Handlungsmöglichkeit $n$
$\eta$	Einperiodige Ergebniselastizität des Kapitalbestands; Renditeelastizität
$\eta^*$	Mehrperiodige Ergebniselastizität des Kapitalbestands; Renditeelastizität
$oif$	Im Beispiel 22: Anlage in Anteilen an einem offenen Immobilienfonds
$r$	Qualifizierte interne Rendite, in der Regel am Ende des Planungshorizonts $T$
$r(F)'$	Grenzrendite einer Kapitalintensität
$\bar{r}(F)$	Durchschnittsrendite einer Kapitalintensität
$Rbw_t$	Vervielfältiger (nachsüssiger Rentenbarwert) nach § 16 (3) WertV
$rs$	Qualifizierte interne Rendite nach Steuern, in der Regel am Ende des Planungshorizonts $T$
$R_T$	Rest(veräußerungs)wert in Periode $T$
$s$	Tariflicher (rechtlicher) Grenzsteuersatz
$s_{eff}$	Effektiver (wirtschaftlicher) Grenzsteuersatz
$S_t$	Steuererstattung (positives Vorzeichen); Steuerzahlung (negatives Vorzeichen)
$t, T$	Zeitpunkt, Periode, Ende des Planungshorizonts
$V$	Vermögensendwert am Ende des Planungshorizonts $T$
$V_s$	Vermögensendwert nach Steuern am Ende des Planungshorizonts $T$
$Wk_t$	Nicht im Zahlungssaldo erfaßter Teil der Werbungskosten i.S.d. §§ 20, 21 EStG
$wp$	Im Beispiel 22: direkte, ungemischte Wertpapieranlage
$Z(\dot{F})$	Periodenergebnisse bezogen auf eine resultierende Kapitalintensität
$\Delta Z(\dot{F})$	Ergebnisänderung bezogen auf eine resultierende Kapitalintensität
$Z_t$	Zahlungssaldo der Periode $t$
$Zs_t$	Zahlungssaldo nach Steuern der Periode $t$
$Zl_t$	Zahlungssaldo nach Ausschüttung der Periode $t$



## A. Problemstellungen und Gang der Untersuchung

Die vorliegende Ausarbeitung beschäftigt sich mit dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)<sup>1</sup>. Es handelt sich um ein Teilgebiet des deutschen Investmentrechts<sup>2</sup>, das außerdem auch das hier nicht betrachtete Auslandsinvestmentgesetz (AusInvG)<sup>3</sup> über Vermögensmassen ausländischen Rechts umfaßt. Es läßt sich als Spezialgesetz beschreiben, das eine besondere Form kollektiver Geldanlage regelt und abgrenzt: Die Vermögensverwaltung wird von zwei Kreditinstituten durchgeführt, von einer Kapitalanlagegesellschaft und der von ihr beauftragten Depotbank, so daß gegenüber dem Anleger ein „Dreiecksverhältnis“ entsteht. Das Gesetz legt außerdem den Kreis der Vermögensgegenstände fest, aus denen Anlageangebote gebildet werden dürfen; dies führt zur Abgrenzung von Vermögentypen, etwa auch den Grundstücks-Sondervermögen, mit denen sich die Ausarbeitung vorrangig beschäftigen wird.

Das deutsche Investmentrecht ist starkem Wandel unterworfen<sup>4</sup> und wird anscheinend von den Wünschen der „Investmentindustrie“ maßgeblich beeinflußt. Starke Veränderungen hat das 3. Finanzmarktförderungsgesetz mit Wirkung zum 1.4.1998 bewirkt, das „den Kapitalanlagegesellschaften neue Betätigungsfelder erschlossen und bestehende Handlungsspielräume erweitert“<sup>5</sup> hat. Die Umgestaltung beabsichtigt andererseits,

„... die private Ersparnisbildung im Wege einer mittelbaren Anlage in Risikokapital vermehrt in die Wirtschaft zu lenken. Dem Sparer werden neue Anlagemöglichkeiten geboten, die ihm bislang verschlossen blieben ... Bei den Maßnahmen wird darauf geachtet, das Vertrauen der Investorsparer in die Sicherheit und Solidarität<sup>6</sup> der

---

<sup>1</sup> Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, in der Fassung vom 14.1.1970, BGBl. I 1970, S. 127, zuletzt geändert am 20.12.1996, BGBl. I 1996, 2049.

<sup>2</sup> „To invest“ = „Geld anlegen“.

<sup>3</sup> Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen vom 28.7.1969, BGBl. I S. 986, zuletzt geändert am 11.10.1995, BGBl. I S. 1250. Dem KAGG unterliegen dagegen nur Vermögensmassen deutschen Rechts.

<sup>4</sup> Vgl. zur Entwicklung der Rechtsgrundlagen z.B. *o.V./Investment* (1995), S. 15 f.

<sup>5</sup> Begründung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, S. 2.

<sup>6</sup> In der Begründung zum Referentenentwurf zur Änderung des KAGG, Stand 25.3.1997, S. 7, ist zutreffend von „dem Vertrauen in die *Solidität* der Investmentanlage“ die Rede.

deutschen Fonds zu schützen und den hohen Sicherheitsstandard des deutschen Investmentwesens zu bewahren.“<sup>7</sup>

Diese Zielvorstellung zur Ausgestaltung des Investmentrechts beruft sich insbesondere auch auf nicht näher bestimmte finanzielle Zielsetzungen von Kapitalgebern. Letztere haben vor allem bei den öffentlich angebotenen KAGG-Anlagemöglichkeiten, den Publikumsfonds, grundsätzlich keine Möglichkeit zu individuellen Vereinbarungen. Sie müssen vielmehr die gesetzlichen Regelungen akzeptieren, die durch ein System gefestigter „allgemeiner und besonderer Vertragsbedingungen“ ergänzt werden und die wie allgemeine Geschäftsbedingungen das Verhältnis zwischen den Kapitalgebern und den mit der Durchführung der Anlage beauftragten Banken regeln.

Hierbei enthalten KAGG und Vertragsbedingungen Vorschriften zu Regelungskomplexen, die aus betriebswirtschaftlicher Sicht besonders interessieren: die Bewertung von Anteilen, Ausschüttungsregelungen und die Durchführung der Besteuerung, sowie zu Maßnahmen, die hier mit dem Begriff der „Verringerung von Planungsunsicherheiten“ zusammengefaßt werden. Die rechtliche Ausgestaltung kann allerdings zwischen verschiedenen Vermögentypen differieren und führt bei Grundstücks-Sondervermögen zu spezifischen Problemen.

In Anknüpfung an die Zielvorstellung zur rechtlichen Ausgestaltung der KAGG-Anlagen führt dies zu den Fragestellungen, inwieweit die geltenden oder geplanten Regelungen einerseits „im Interesse der Kapitalgeber“ und deren „Vertrauenserwartungen“ begründbar sind und sich andererseits im Marktgefüge auch im Hinblick auf eine noch näher zu konkretisierende „Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“ rechtfertigen lassen. Hierfür sollen die ökonomischen Wirkungen des KAGG-Investmentrechts insbesondere bei grundstücksverwaltenden Publikums-Sondervermögen ermittelt werden.

Das KAGG hat auf dem Kapitalmarkt auch eine empirische Bedeutung: Mit Ablauf des Jahres 1994 waren in 556 unter das KAGG fallenden Publikumsinvestmentfonds gut 229 Mrd. DM angelegt, davon mehr als 52 Mrd. DM bzw. 22,7% in 16 Grundstücks-Sondervermögen<sup>8</sup>. Werden diese Beträge grob abschätzend auf die Summe aller Geldanlagen privater Haushalte bezogen, hat der Anteil an Anlagen in Investmentfonds zu diesem Zeitpunkt insgesamt 5,3%, hiervon in Immobilienfonds 1,2%<sup>9</sup>, betragen.

---

<sup>7</sup> Begründung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, S. 2.

<sup>8</sup> Vgl. *o.V./Deutsche Bundesbank* (1996), S. 52 f.; Ende 1996 betrug der Anteil des in grundstücksverwaltenden Publikumsinvestmentfonds angelegten Kapitals 73 Mrd. DM von 282 Mrd. DM bzw. 25,9%.

<sup>9</sup> Basis 1994: 4.320 Mrd. DM, vgl. *o.V.* (1995), S. 8. Die Summe aller privaten Geldanlagen umfaßt auch Anlagen bei Versicherungen und die Pensionszusagen von Betrie-

Aus methodischer Sicht wird die Aufgabe „Untersuchung und Beurteilung rechtlicher Regelungen aus ökonomischer Sicht“ auch in der Betriebswirtschaftslehre oft als ökonomische Analyse des Rechts (öAR) bezeichnet. Dieser Begriff wurde in den USA im Rahmen der Rechtswissenschaften geprägt, und beschreibt das Vorhaben, Rechtsgestaltungsaufgaben mit mikroökonomischen Kalkülen zu lösen. Der ökonomische Ansatz, der hierbei zur Anwendung kommt, wird als „neoinstitutionalistisch“ bezeichnet. Es wird sogar behauptet, daß „die öAR aus der Denkschule des Neoinstitutionalismus hervorgegangen“<sup>10</sup> ist.

Der neoinstitutionalistische Ansatz hat insbesondere in betriebswirtschaftlichen Arbeiten der letzten Jahre einen starken Aufschwung erlebt. Er befaßt sich schlagwortartig mit „Institutionen, Marktversagen und Transaktionskosten“ und führt regelmäßig zu einer „Verrechtlichung“ der Untersuchungsobjekte, den „Institutionen“, die als vernetzte „Verfügungsrechte“ interpretiert werden<sup>11</sup>.

„Mit der Entwicklung des Neoinstitutionalismus konnte der Betriebswirt plötzlich auf ein reiches mikroökonomisches Fundament zurückgreifen, das einerseits in der neoklassischen Tradition verhaftet war und insofern den Ruf einer harten Theorie für sich verbuchen konnte, sich aber andererseits nicht gegen die Fragen der Unternehmenspraxis verschloß ... Kaum 20 Jahre sind vergangen ... und schon hat eine Welle des Neoinstitutionalismus sämtliche Teildisziplinen der Betriebswirtschaftslehre erfaßt“<sup>12</sup>.

Diese Euphorie für neoinstitutionalistische Ansätze wird aber offenbar in den Rechtswissenschaften nicht geteilt: „In Deutschland hat es den Anschein, als sei die Bereitschaft zu einer Rezeption der economic analysis of law ... innerhalb der Wirtschaftswissenschaften erheblich stärker ausgeprägt, als innerhalb der Rechtswissenschaft“<sup>13</sup>. Auch dort findet sich zwar eine Gruppe von Befürwortern ökonomischer Analysen des Rechts, die mit neoinstitutionalistischen Kalkülen arbeiten. Andererseits regt sich deutlicher Widerstand gegen diese Form von Interdisziplinarität:

„Juristen billigen der öAR nur eine bescheidene Problemlösungskapazität typischer rechtswissenschaftlicher und rechtspolitischer Fragestellungen zu“<sup>14</sup>: „Paretianische Optimalität, Allokationseffizienz und Coase-Theorem sind Denkmuster einer ökonomischen Rechtstheorie, die sich Aussagen zur Güterordnung und Einkom-

---

ben. Die Summe der Geldanlagen nicht-privater „Nichtbanken“ wird nicht erhoben, so daß die hier geschätzten Anlagequoten entsprechend zu hoch ausgewiesen sind.

<sup>10</sup> Weigel, W. (1992), S. 209; unter Anpassung der Schreibweise.

<sup>11</sup> Zur Entwicklung vgl. z.B. Pfaffmann, E. (1996).

<sup>12</sup> Terberger, E. (1994), S. 23, 25; unter Anpassung der Schreibweise. Im folgenden soll der verbreiteten, aber umständlichen Sprachregelung „neoinstitutionalistische Ansätze“ gefolgt werden.

<sup>13</sup> Fezer, K. (1986), S. 817.

<sup>14</sup> Weigel, W. (1992), S. 214; unter Anpassung der Schreibweise.