

**ZEITSCHRIFT FÜR DAS GESAMTE
BANK- UND BÖRSENWESEN**

SEPTEMBER 2009

57. Jahrgang

Aus dem Inhalt

**EUGH ZUR
KONKURSANFECHTUNG**

BANKOMATBEHEBUNG

CORPORATE GOVERNANCE

FREISTELLUNG NACH BTVG

AD-HOC-MELDUNGEN

REGULATORY ISSUES

HERAUSGEGEBEN VON DER
ÖSTERREICHISCHEN BANKWISSENSCHAFTLICHEN GESELLSCHAFT

men vom 27. September 1968 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Vollstreckung gerichtlicher Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (ABl 1972 L 299 S 32) [EuGVÜ] entschieden hat, daß eine Klage, die derjenigen gleich, die im Ausgangsverfahren in Rede steht, sich auf ein Konkursverfahren bezieht, da sie unmittelbar aus diesem hervorgeht und sich eng innerhalb des Rahmens eines Konkurs- oder Vergleichsverfahrens hält (vgl. Urteil vom 22. Februar 1979, Gourdain, 133/78, Slg 1979, 733, Randnr 4). Eine Klage, die derartige Merkmale aufweist, fällt daher nicht in den Anwendungsbereich dieses Übereinkommens.

20. Auf eben dieses Kriterium wird im sechsten Erwägungsgrund der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] zur Abgrenzung ihres Gegenstands abgestellt. So sollte sich nach diesem Erwägungsgrund die genannte Verordnung auf Vorschriften beschränken, die die Zuständigkeit für die Eröffnung von Insolvenzverfahren und für Entscheidungen regeln, die unmittelbar aufgrund des Insolvenzverfahrens ergehen und in engem Zusammenhang damit stehen.

21. In Anbetracht dieser Absicht des Gesetzgebers und der praktischen Wirksamkeit der genannten Verordnung ist ihr Art 3 Abs 1 dahin auszulegen, daß er dem Mitgliedstaat, in dessen Gebiet das Insolvenzverfahren eröffnet worden ist, für Klagen, die unmittelbar aus diesem Verfahren hervorgehen und in engem Zusammenhang damit stehen, auch eine internationale Zuständigkeit zuweist.

22. Eine solche Bündelung sämtlicher sich unmittelbar aus der Insolvenz eines Unternehmens ergebender Klagen vor den Gerichten des für die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zuständigen Mitgliedstaats entspricht offenkundig auch dem im zweiten und im achten Erwägungsgrund der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] genannten Zweck der Verbesserung der Effizienz und der Beschleunigung der Insolvenzverfahren.

23. Diese Auslegung wird auch durch den vierten Erwägungsgrund der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] bestätigt, dem zufolge im Interesse eines ordnungsgemäßen Funktionierens des Binnenmarkts verhindert werden muß, daß es für die Parteien vorteilhafter ist, Vermögensgegenstände oder Rechtsstreitigkeiten von einem Mitgliedstaat in einen anderen zu verlagern, um auf diese Weise eine verbesserte Rechtsstellung anzustreben (forum shopping).

24. Die Möglichkeit, daß verschiedene Gerichte für in unterschiedlichen Mitgliedstaaten erhobene Anfechtungsklagen zuständig wären, würde darauf hinauslaufen, die Verfolgung eines derartigen Ziels zu schwächen.

25. Schließlich findet die Auslegung von Art 3 Abs 1 der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO], wie in Randnr 21 des vorliegenden Urteils aufgeführt, in Art 25 Abs 1 dieser Verordnung ihre Bestätigung. Denn Unterabs 1 der letztgenannten Bestimmung verpflichtet zur Anerkennung der Entscheidungen zur Durchführung und Beendigung eines Insolvenzverfahrens, die von einem Gericht erlassen wurden, dessen Entscheidung zur Eröffnung des Verfahrens nach Art 16 der genannten Verordnung anerkannt wird, dh von einem nach Art 3 Abs 1 dieser Verordnung zuständigen Gericht.

26. Gemäß Unterabs 2 von Art 25 Abs 1 der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] gilt jedoch dessen Unterabs 1 auch für Entscheidungen, die unmittelbar aufgrund des Insolvenzverfahrens ergehen und in engem Zusammenhang damit stehen. Diese Bestimmung räumt mit anderen Worten die Möglichkeit ein, daß die Gerichte eines Mitgliedstaats, in dessen Gebiet ein Insolvenzverfahren gemäß Art 3 Abs 1 der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] eröffnet worden ist, auch über eine Klage von der Art der im Ausgangsverfahren in Rede stehenden befinden.

27. In diesem Zusammenhang bedeutet die Wendung „auch wenn diese Entscheidungen von einem anderen Gericht getroffen werden“, die den letzten Satzteil von Art 25 Abs 1 Unterabs 2 dieser Verordnung bildet, nicht, daß der Gemeinschaftsgesetzgeber eine Zuständigkeit der Gerichte des Staates, in dessen Gebiet das Insolvenzverfahren eröffnet worden ist, für die fragliche Art von Klagen hätte ausschließen wollen. Diese Wendung bedeutet insbesondere, daß es den Mitgliedstaaten obliegt, das örtlich und sachlich zuständige Gericht zu bestimmen, das nicht zwangsläufig dasjenige der Eröffnung des Insolvenzverfahrens sein muß. Darüber hinaus bezieht sich diese Wendung auf die in Art 16 der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] vorgesehene Anerkennung von Entscheidungen zur Eröffnung eines Insolvenzverfahrens.

28. Nach alledem ist auf die erste Frage zu antworten, daß Art 3 Abs 1 der Verordnung Nr 1346/2000 [EuInsVO] dahin auszulegen ist, daß die Gerichte des Mitgliedstaats, in dessen Gebiet das Insolvenzverfahren eröffnet worden ist, für eine Insolvenzanfechtungsklage gegen einen Anfechtungsgegner, der seinen satzungsmäßigen Sitz in einem anderen Mitgliedstaat hat, zuständig sind.

29. In Anbetracht der Antwort auf die erste Frage ist die zweite Frage nicht zu beantworten.

Aus diesen Gründen hat der Gerichtshof (Erste Kammer) für Recht erkannt:

Art 3 Abs 1 der Verordnung (EG) Nr 1346/2000 des Rates vom 29. Mai

2000 über Insolvenzverfahren [EuInsVO] ist dahin auszulegen, daß die Gerichte des Mitgliedstaats, in dessen Gebiet das Insolvenzverfahren eröffnet worden ist, für eine Insolvenzanfechtungsklage gegen einen Anfechtungsgegner, der seinen satzungsmäßigen Sitz in einem anderen Mitgliedstaat hat, zuständig sind.

Buchbesprechung

Immobilienaktienmärkte

Eine globale Analyse ihres Kapitalmarktverhaltens. Von Felix Schindler. Band 24 der Reihe „Portfoliomanagement“. Hrsg. Lutz Johanning / Raimond Maurer / Markus Rudolf. Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts. 2009. 545 Seiten. (D) 98,00 Eur / (A) 100,80 Eur. ISBN 978-3-933207-68-5.

Immobilien bilden eine bedeutende eigenständige Assetklasse für private und institutionelle Investoren. Grundsätzlich sind Immobilien bzw. Immobilienmärkte zu Aktien bzw. Aktienmärkten nahezu unkorreliert. Immobilien besitzen daher, auch aufgrund ihrer geringen Korrelation zu Anleihen und alternativen Investments (Hedge Fonds und Rohstoffe), ein sehr hohes Diversifikationspotential, wodurch sich diese für eine Beimischung in ein Vermögensportfolio in großem Maße eignen. Werden effiziente Portfolios nach Markowitz, die eine optimale Rendite-/ Risikokombination darstellen, betrachtet, so ist ersichtlich, daß die erwartete Rendite gesteigert werden kann, ohne das Risiko zu erhöhen. Das Rendite-/ Risikoprofil läßt sich steigern. Immobilien spielen daher nicht nur in defensiven Vermögensportfolios mit Ausrichtung auf Risikoreduktion, sondern auch in eher wachstumsorientierten Portfolios eine bedeutende Rolle.

Investitionen in Immobilien können direkt oder indirekt erfolgen. Indirekte Formen der Immobilienanlage umfassen u. a. die Veranlagung in Immobilienaktien, in Immobilienfonds und die Investition in Real Estate Investment Trusts. Die Vorteile der Veranlagung in Immobilienaktien sind vor allem in deren hoher Liquidität zu sehen, da diese unter normalen Börsenumständen jederzeit gehandelt werden können. Die Entwicklung von Immobilienaktien wird jedoch nicht nur vom Immobilienmarkt beeinflusst, wie am Beispiel der an der Wiener Börse notierenden Immobilienaktiengesellschaften gesehen werden kann, sondern auch durch die allgemeine Situation an den Börsen. Untersuchungen aus den USA zeigen,

daß die Renditeentwicklung der Immobilienaktien über eine große Korrelation zu jener des generellen Aktienmarktes verfügt. Immobilienaktien weisen daher im Regelfall über ein geringes Diversifikationspotential für die Beimischung mit „herkömmlichen“ Aktien auf.

Umfassende internationale wissenschaftliche Analysen zu Immobilienaktienmärkten und zum Kapitalverhalten von Immobilienaktien sind den Rezensenten nicht bekannt. Lediglich für den Bereich des US-amerikanischen Immobilienaktienmarktes finden sich fundierte Studien. Immobilienaktienmärkte und herkömmliche Aktienmärkte weisen Gemeinsamkeiten und Unterschiede auf, die im Rahmen der Dissertation von Felix Schindler behandelt werden. Der Autor schließt diese Forschungslücke durch eine international ausgerichtete, systematische Untersuchung der Immobilienaktienmärkte.

Als Datenbasis für die Ausgangsüberlegungen wählt Schindler Indices der Indexfamilie der European Public Real Estate Association (kurz: EPRA) und ihrer angeschlossenen Institutionen APREA in Asien und NAREIT in den USA. Die in den Indices enthaltenen Immobilienaktiengesellschaften sind im Regelfall überwiegend bestandshaltende Gesellschaften, die repräsentativ für die entsprechenden nationalen Märkte sind. Folgende Immobilienaktienmärkte wurden im Detail aufgrund ausreichend vorliegender historischer Datenbasis untersucht: Australien, Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Hongkong, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz, Singapur und USA. Innerhalb der Arbeit werden Korrelationen der Immobilienaktienmärkte untereinander und zum MSCI-Index ermittelt. Die von Schindler ermittelten Korrelationskoeffizienten für Immobilienaktienmärkte fallen im Rahmen der Analyse gegenüber jenen für Aktienmärkte deutlich geringer aus. Weiters sind die Korrelationen an Immobilienaktienmärkten stabiler als jene auf herkömmlichen Aktienmärkten, wodurch zuverlässigere und stabilere Ergebnisse erzielt werden können.

Hinsichtlich der Effizienz von Immobilienaktienmärkten stellt Schindler fest, daß sich der Renditegenerierungsprozess statistisch signifikant von den theoretischen Modellen der Random-Walk-Hypothese, welche für die weltweiten Aktienmärkte zutrifft, unterscheidet. Für einige nationale Immobilienaktienmärkte wird festgestellt, daß die Hypothese der schwachen Informationseffizienz nach Fama abgelehnt werden muß. Im Detail wird im weiteren Verlauf der Dissertation auf Kointegrationsbeziehungen und ihre Wirkungsrichtung an den internationalen Immobilienaktienmärkten eingegangen.

Nicht nur aus wissenschaftlicher, sondern auch aus Praxisicht nachvollziehbar und daher von großem Interesse und Nutzen ist die Erkenntnis, daß zwischen größeren und kleineren Immobilienaktienmärkten Kointegrationsbeziehungen bestehen, diese jedoch nur schwach oder überhaupt nicht zwischen den großen Immobilienaktienmärkten ausgeprägt sind.

Weiters werden Analysen zum Diversifikationspotential und zu Volatilitätseffekten durchgeführt, die für private und institutionelle Immobilieninvestoren und daher auch für den Erfolg von Portfoliostrategien von essentieller Bedeutung sind. Der Autor hält fest, daß vor allem in schwachen Marktphasen Risikodiversifikationspotentiale durch ein international aufgestelltes Immobilienaktienportfolio lediglich begrenzt wirken und begründet dies mit der Existenz von Spillover-Effekten und dem signifikanten Einfluß des Leverage-Effektes. Die Ergebnisse der vorliegenden Dissertation sind daher von hohem wissenschaftlichen Interesse wie von praktischer Bedeutung zur Unterstützung der Anlageentscheidungen von Investoren.

Die Dissertation von Schindler, die an der Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg im Breisgau verfaßt und vom Promotionsausschuß der Wirtschafts- und Verhaltenswissenschaftlichen Fakultät angenommen wurde, schließt eine Forschungslücke der Immobilienökonomie. Die Rezensenten waren hocherfreut zu sehen, daß diese Pionierarbeit nicht nur aus wissenschaftlicher Sicht, sondern auch aus Praxisicht neue Einblicke in dieses komplexe Themengebiet ermöglicht.

Mag. Birgit Trofer, M.Sc.
und Mag. (FH) Gerald Stocker,
Fachhochschule Wiener Neustadt für
Wirtschaft und Technik GmbH,
Fachbereich Immobilienmanagement

Weiterbildung

UHLENBRUCH Verlag
FINANCE FOR PROFESSIONALS

Fixed Income Credit Management

Intensivseminar vom 30. September
bis 1. Oktober 2009, Kronberg/Ts.

Folgende Themen stehen im Mittelpunkt:

- ◆ Methodische Besonderheiten des Credit Managements

- ◆ Erfolgspotential des aktiven Credit Managements
- ◆ Monte-Carlo-Simulationen aktiver Credit-Fonds
- ◆ Quantitative Methoden der Credit-Analyse
- ◆ Wie läßt sich die Wahrscheinlichkeit von Defaults reduzieren?
- ◆ Konstruktion und Steuerung eines aktiven Credit-Portfolios

Modernes Bond- Management in der Praxis

Intensivseminar vom
3. – 4. November 2009, Frankfurt/M.

Folgende Themen stehen im Mittelpunkt:

- ◆ Bond Basics in Excel™
- ◆ Effizientes Portfolio Monitoring in Excel™
- ◆ Generierung von Zinsstrukturkurven in Excel™
- ◆ Moderne Risikoanalyse mit Excel™
- ◆ Horizont- und Szenarioanalysen mit Excel™
- ◆ Optimierung von Bondportfolios mit Excel™-Solver

Performance-Messung und -Analyse

Intensivseminar vom
11. – 12. November 2009,
Frankfurt/M.

Folgende Themen stehen im Mittelpunkt:

- ◆ Grundlagen und Status Quo der Performance-Messung
- ◆ Besonderheiten und Spezialfragen der externen Performance-Messung
- ◆ Gegenstand der internen Performance-Attribution
- ◆ Herausforderungen der internen Performance-Attribution
- ◆ Praktische Problemfelder der internen Performance-Messung
- ◆ Risikoadjustierung und Signifikanzmessung der Performance

Professionelle Wertsicherungsstrategien

Intensivseminar vom
1. – 2. Dezember 2009, Frankfurt/M.

Folgende Themen stehen im Mittelpunkt:

- ◆ Wertsicherungsstrategien: Definition, Eigenschaften und systematischer Analyse Rahmen
- ◆ Statische Wertsicherungsstrategien mit harter Wertuntergrenze