

Kapitalanlage

Aufbau von Immobilienvermögen in Stiftungen

Das aktuelle Niedrigzinsumfeld hat einen deutlichen Einfluss auf das Anlageverhalten von Stiftungen. Neben Aktien werden zunehmend alternative Investments, wie zum Beispiel Immobilien, in Betracht gezogen. Vor allem Immobilien weisen aufgrund der relativ stabilen und prognostizierbaren Cashflows und ihres Substanz- und Marktwertes eine besondere Attraktivität für Stiftungen auf. Darüber hinaus hat aktives Management in dieser Anlageklasse eine viel größere Daseinsberechtigung als beispielsweise bei Wertpapieranlagen. Für Stiftungen stellt sich dabei die Frage nach dem strategischen Vorgehen beim Aufbau eines Immobilienvermögens. Die Autoren sind der Meinung, dass die direkte Investition in Einzelimmobilien für die meisten Stiftungen häufig weniger geeignet ist und plädieren für den indirekten Aufbau über offene Immobilien AIFs. Red.

Das aktuelle Niedrigzinsumfeld stellt nicht nur Versicherungen, Pensionskassen und Privatanleger in der Erwirtschaftung laufender Erträge und realer Vermögenszuwächse vor große Herausforderungen. Auch Stiftungen sind hiervon in besonderem Maße betroffen, denn zur Bedienung und Aufrechterhaltung des Stiftungszweckes und Substanzerhaltes nach Inflation sind laufende Erträge eine notwendige Bedingung.

In den vergangenen Jahrzehnten spielte die Asset Allocation hierfür kaum eine Rolle, da Unternehmens- und Staatsanleihen eine ausreichende und hinreichend sichere Ertragsquelle darstellten.

Entsprechend waren eine Beschäftigung mit anderen, insbesondere alternativen Assetklassen und ein entsprechender Kompetenzaufbau in diesem Bereich nicht erforderlich.

Für kleinere und auf indirekte Kapitalanlagen setzende Stiftungen kommt erschwerend hinzu, dass ohnehin bereits geringe Zinserträge im Bereich festverzinslicher Wertpapiere durch Negativzinsen und Gebührenbelastung auf Ebene der Kapitalsammelstellen zusätzlich geschmälert werden. Vor dem Hintergrund dieses Anlagedilemmas beschäftigen sich Stiftungen zunehmend mit der Erweiterung ihres Anlageuniversums und ziehen hierfür neben Aktien auch alternative Investments in Betracht.

Stiftungen in Deutschland überhaupt in die Anlageklasse Immobilien investiert ist.¹⁾ Belastbare Zahlen zur Immobilienquote von Stiftungen im Rahmen der gesamthaften Asset Allocation liegen nicht vor, wobei Strukturdaten die Annahme stützen, dass insbesondere kleinere bis mittlere Stiftungen in der Assetklasse Immobilie weniger investiert sind.

Eigenschaften von Immobilienanlagen

Die typischen Eigenschaften von Immobilien, wie Standortgebundenheit, Heterogenität, begrenzte Teil- und Substituierbarkeit, fehlende kurzfristige Liquidierbarkeit und eingeschränkte Liquidität, räumliche und sachliche Teilmärkte, Höhe der Transaktionskosten sowie eine relative Intransparenz und Ineffizienz stellen erhöhte Anforderungen an das Portfoliomanagement bei der Anlage in Immobilien. Gleichzeitig bieten gerade vorstehende Eigenschaften von Immobilien gegenüber effizienten Wertpapiermärkten eben jene Voraussetzungen, die erforderlich sind, um mit entsprechenden Spezialisten Informationsvorsprünge gewinnbringend nutzen zu können. Aktives Management hat in der Assetklasse Immobilien damit eine viel größere Daseinsberechtigung als in anderen, wesentlich effizienteren Anlageklassen. Investoren stellt sich daher die grundsätzliche Frage ob dies von einem Investor selbst geleistet werden kann oder ob Erträge durch die Investition in indirekte Anlagen generiert werden sollen. Für eine indirekte Anlage stehen Investoren die in Abbildung 2 mit ihren Spezifika dargestellten indirekten Alternativen Investmentfonds (AIF) neben einer Direktanlage zur Verfügung.²⁾

Strategischer Aufbau von Immobilienvermögen

Es stellt sich die grundsätzliche Frage nach dem strategischen Vorgehen beim Aufbau eines Immobilienvermögens. Bei Stiftungen sind in diesem Zusammenhang die nachfolgenden Leitlinien/Anforderungen zu beachten:

Die Autoren

Dr. Christoph Pitschke



Direktor Immobilienberatung,
DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office AG, Köln

Dr. Ralph Jakob



Wissenschaftlicher Direktor,
PFI Private Finance Institute,
EBS Business School, Wiesbaden

Attraktivität von Immobilien

Im Bereich der alternativen Anlageklassen weisen Immobilien eine besondere Attraktivität für Stiftungen auf. Zum einen besteht je nach Anlageform, Teilmarkt und Investitionsphase die Chance auf einen relativ stabilen und prognostizierbaren Cashflow in Form von Mieteinnahmen. Zum anderen haben Immobilien einen Substanz- und Marktwert, der bei sorgfältiger Konstruktion des Immobilienportfolios wesentlich geringeren Schwankungen unterworfen ist als andere Anlageformen. Die Anlageklasse Immobilien weist damit in besonderen Maße Eigenschaften auf, die den Anforderungen von Stiftungen an die Kapitalanlage besonders nahe kommen.

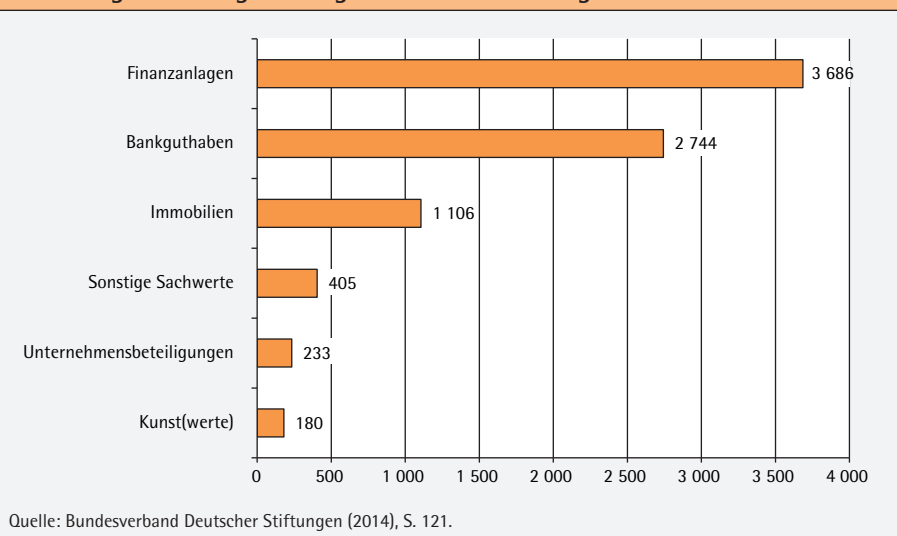
Betrachtet man vor diesem Hintergrund das Investitionsverhalten und die Asset Allocation von Stiftungen, so fällt jedoch auf, dass lediglich ein gutes Fünftel der

- Der Wunsch nach weiterer Diversifikation des Stiftungsvermögens durch Einbeziehung der Anlageklasse „Immobilie“.
- Die Suche nach stabilen und prognostizierbaren Erträgen, damit der Stiftungszweck vor dem Hintergrund eines mittelfristig niedrigen Zinsniveaus gesichert werden kann.
- Investitionen in wertstabile Objekte und Lagen, zur Gewährleistung von Substanzerhalt und schneller Liquidierbarkeit.
- Prinzipiell langfristiger Anlagehorizont.
- Insbesondere bei kleineren und mittleren Stiftungen ist vor dem Hintergrund der Stiftungskapitalausstattung, aber auch im Sinne einer schlanken und effizienten Verwaltung in der Regel kein Aufbau eines eigenen Immobilien-Verwaltungsapparates gewünscht.

Managementaufgabe mit Aufwand und Kosten

Der Aufbau eines direkt gehaltenen Immobilienbestandes ist mit einer unmit-

Abbildung 1: Vermögensanlageformen von Stiftungen



telbaren Immobilien-Managementaufgabe verbunden. Diese kann aus personellen Ressourcen der Stiftungsverwaltung selbst über den Aufbau eines eigenen Verwaltungsapparates erbracht oder extern eingekauft werden. In jedem Fall sind mit dem Aufbau eines direkt gehaltenen und verwalteten Immobilienportfolios Aufwand und entsprechende Kosten verbunden.

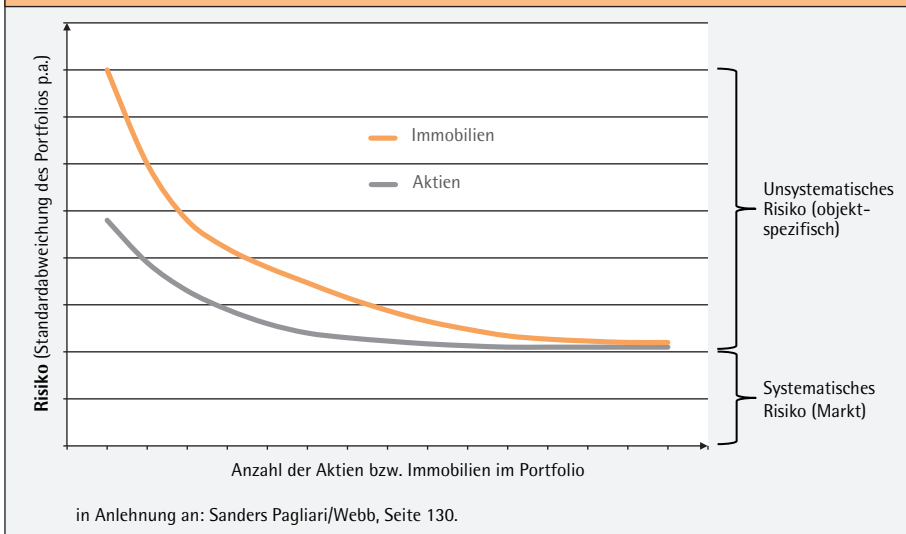
Beim Erwerb von einzelnen, direkt gehaltenen Immobilien durch kleine und mittlere Stiftungen ist zudem aber auch zu hinterfragen, inwieweit hier eine effiziente Diversifikation überhaupt möglich ist. Ähnlich wie beim Aufbau eines Wertpapierportfolios mit Einzeltiteln, stellt sich bei jeder einzelnen Direktinvestition die Frage nach der Risiko- und Renditeauswirkung auf das Gesamtportfolio. Gemäß

Abbildung 2: Immobilienanlagen im Vergleich

	Offene Spezial-AIF	Offene Publikums-AIF	Geschlossene AIF	Direktanlagen
Investitionsvolumen	Großes Volumen (ab zirka 500 000 Euro)	Sehr kleines Volumen (ab zirka 50 Euro)	Kleines Volumen (ab zirka 5 000 Euro)	Großes Volumen
Anlegerkreis	Klein (in der Regel maximal 10)	Sehr groß	Mittel bis groß	Einzel bis klein
Diversifikation	Gesetzlich vorgeschrieben. Breite Streuung	Gesetzlich vorgeschrieben. Breite Streuung	Gesetzlich vorgeschrieben. 3 Objekte	Gering
Anteilrückgabe/ Fungibilität	Rücknahmepflicht nach vereinbarter Kündigungsfrist	2 Jahre Mindesthaltedauer ¹⁾	Keine Rücknahmepflicht, geringe Fungibilität	Geringe Fungibilität
Laufzeit	Unbestimmt und sehr langfristig	Unbestimmt und sehr langfristig	Bestimmte Laufzeit	Unbestimmt
Besteuerung	Abgeltungssteuer	Abgeltungssteuer	i. d. R. Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	i. d. R. Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung
Einflussmöglichkeit	Gegeben über den Anlageausschuss	Nicht gegeben	Nicht gegeben	Voll gegeben
Fremdkapitalaufnahme²⁾	Bis 50 Prozent	Bis 30 Prozent	Bis 60 Prozent	unbeschränkt
Totalverlustrisiko	Nein	Nein	Gegeben	Gegeben

Quelle: Bundesverband Deutscher Stiftungen (2014), S. 121. – 1) Bei einer Kündigungsfrist von 12 Monaten. 2) Bezogen auf das Liegenschaftsvermögen.

Abbildung 3: Unsystematisches und systematisches Risiko von Immobilien- und Aktieninvestments im Vergleich



der modernen Portfoliotheorie kann durch Diversifikation das sogenannte unsystematische Risiko reduziert werden, wobei das Marktrisiko (systematisches Risiko) gegeben und nicht durch Diversifikation eliminierbar ist. Die Assetklasse Immobilien ist durch die vorstehend genannten Charakteristika durch ein höheres, unsystematisches Risiko gekennzeichnet.³⁾ Untersuchungen von Fisher/Lorie haben für Aktienportfolios gezeigt, dass bereits mit 20 Einzeltiteln eine Reduktion des unsystematischen Risikos, gemessen als annualisierte Standardabweichung des Portfolios, um zirka 95 Prozent erreicht werden kann.⁴⁾ Der Aufbau eines gut diversifizierten Immobilienportfolios auf der Basis von Direktinvestments erfordert hingegen eine deutlich höhere Anzahl an Einzelabschnitten, wie Abbildung 3 verdeutlicht. Brown/Matysiak zeigen für den britischen Immobilienmarkt beispielsweise, dass ein hoch diversifiziertes Immobilienportfolio aus mindestens 200 Immobilien bestehen und über verschiedene Nutzungsarten gestreut sein sollte.

Neben der mit Direktinvestments aufgrund der Höhe des Stiftungskapitals kleiner und mittlerer Stiftungen nicht gegebenen Granularität und Risikodiversifikation fehlt es für den Aufbau und das Management eines direkt gehaltenen Immobilienportfolios häufig aber auch an einem Marktzugang für das Sourcing von Immobilien sowie Ressourcen für den Ankaufsprozess und das laufende Management von Immobilienbeständen.

Vorteile indirekter Immobilienanlagen

Zur Vermeidung von Klumpenrisiken und zur Erreichung einer effizienten Risikoreduzierung bietet sich alternativ der indirekte Investitionsweg über das Engagement in alternativen Immobilien-Investmentfonds an. Zusätzlich lassen sich über indirekte Immobilienanlagen Effizienzvorteile durch Skaleneffekte sowie eine bessere Kapitalallokation aufgrund

von Informations- und Spezialisierungsvorteilen realisieren.⁵⁾ Der Aufbau eines mit ausreichend vielen Einzelinvestments und damit einer hinreichenden Diversifikation kann über Kapitalverwaltungsgesellschaften beziehungsweise den Erwerb von Immobilien-Publikums- oder Spezialfonds erfolgen. Diese sind durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) reguliert und durch die BaFin beaufsichtigt, was Stiftungen eine implizite Risikominimierung und ein gesetzlich klar überschaubares Korsett bietet.

Die zentralen Vorteile eines Aufbaus von Immobilienvermögen über Publikums- und Spezial-AIFs bestehen in:

- Nicht-Notwendigkeit des Aufbaus eines eigenen Verwaltungsapparates.
- Nutzung des professionellen Know-hows und der Prozesse der Kapitalverwaltungsgesellschaften (regelmäßige Bewertung, laufendes Reporting, Risikomanagement ...).
- Marktzugang und Sourcing geeigneter Investitionsmöglichkeiten.
- Vermeidung von Klumpen Risiken: Portfoliodiversifikation über Objekte, Marktsegmente und Regionen.
- Gesetzliche Regulierung und Überwachung.
- Stabilisierung von ordentlichem Ertrag durch Risikominimierung und Portfoliogrularität.
- Kostendegressionsvorteile für kleinere und mittlere Stiftungen durch Auslagerung operativer Management- und Bewirtschaftungstätigkeiten.

In diesem Zusammenhang belegt die Studie von Just/Sebastian eindrucksvoll

Abbildung 4: Referenzwerte typischer Kostenstrukturen offener Publikums-/Spezial-AIFs

Leistungsumfang	Kosten	Berechnungsbasis	Zahlungsempfänger
Laufendes Fondsmanagement	0,50 Prozent	Monatliche Ermittlung des Wertes des Sondervermögens (NAV)	KVG
Laufendes Tätigkeit Verwahrstelle	0,0025 - 0,050 Prozent		Verwahrstelle
Einmalige Vergütung für An- und Verkauf, Bau- und Umbau	1 Prozent	Transaktionspreis	KVG
Aufwandersatz, Veräußerungs-Akquisition, Bau- und Umbaunebenkosten, laufende Bewirtschaftungskosten, Sachverständigenbewertungen, Prüfungskosten et cetera	tatsächliche Kosten	Aufwandsbezogen	KVG
Investmentberatung durch externe Berater	tatsächliche Kosten	Aufwandsbezogen	Berater

Abbildung 5: Vorteile von Spezial-AIFs

Sicherheit	Effizienz	Individualität
<ul style="list-style-type: none"> - Qualitätsstandards der selektierten Kapitalverwaltungsgesellschaft - Gesetzliche Vorgaben für Risikosteuerung (KAGB), Bewertung (ImmoWertV), Reporting (BaFin), Jahresabschlussprüfung ... - Unabhängige Verwahrstelle mit Kontrollfunktion 	<ul style="list-style-type: none"> - Auslagerung der Verwaltung und aller damit verbundenen Tätigkeiten und Formalitäten - HGB-Bilanzierung des Fondsanteils, nicht der einzelnen Immobilien des Spezialfonds (keine Konsolidierung) - Partizipation an Sonderkonditionen der KVG (Marktzugang) bei Wertpapier- und Immobilien-transaktionen - Kostendegression mit steigendem Fondsvolumen 	<ul style="list-style-type: none"> - Individuelle Vertragsbedingungen - Hohe Gestaltungsfreiheit dank Deregulierung im KAGB - Mitsprachemöglichkeit im Anlageausschuss

die Vorteile von indirekten Immobilienanlagen in Form offener Immobilien-AIFs gegenüber einzelnen Immobilien-Direktinvestitionen.⁶⁾ Die Argumente für eine Beschäftigung mit indirekten Immobilienanlagen erscheinen daher für Stiftungen gegenüber einzelnen Direktanlagen als sehr valide.

Abbildung 4 stellt Referenzwerte für typische Kostenstrukturen offener Publikums-/Spezial-AIF dar.

Durch die Aussetzung der Rücknahme von Anteilsscheinen sowie durch die Abwicklung einiger offener Immobilienfonds ist die indirekte Anlage in Misskredit geraten. Durch das zum 22. Juli 2013 in Kraft getretene Kapitalanlagegesetzbuch wurden aber maßgebliche Systemfehler beseitigt und die Anlagemöglichkeit in offene Immobilien-AIFs hat wesentliche Neuerungen erfahren. Diese beheben zentrale Schwachpunkte des durch das KAGB abgelösten Investmentgesetzes in Bezug auf die Ausgestaltung offener Immobilien-AIFs (Alternative Investmentfonds).

So ist im Hinblick auf die Risikosteuerung für Immobilien-AIFs nach dem KAGB Folgendes geregelt:

- Die Fremdfinanzierungsobergrenze liegt bei 30 Prozent des Liegenschaftsvermögens (bei Spezialfonds 50 Prozent).
- Zum Zeitpunkt des Erwerbs darf kein Objekt mehr als 15 Prozent des Liegenschaftsvermögens betragen.
- Der Gesamtwert aller Immobilien, deren einzelner Wert mehr als 10 Prozent des Wertes des Liegenschaftsvermögens beträgt, darf 50 Prozent des Wertes des Liegenschaftsvermögens nicht überschreiten.
- Maximal 30 Prozent des Brutto-Fondsvermögens dürfen ohne Absicherung des Währungsrisikos investiert sein.

- Höchstens 20 Prozent des Brutto-Fondsvermögens darf in unbebaute Grundstücke investiert werden.
- Die Teileigentumsquote beträgt maximal 15 Prozent des Brutto-Fondsvermögens.
- Die Erbbaurechtsquote darf maximal 20 Prozent des Brutto-Fondsvermögens betragen.
- Höchstens 49 Prozent des Brutto-Fondsvermögens darf in Beteiligungen an Immobiliengesellschaften investiert sein.
- Die Darlehensgewährung an Immobiliengesellschaften darf bei maximal 25 Prozent des Brutto-Fondsvermögens liegen.
- Maximal 20 Prozent des Brutto-Fondsvermögens dürfen in Objekte investiert werden, die sich in der in Bauphase befinden.

Damit bestehen für Stiftungen zwei Möglichkeiten indirekter Immobilienanlagen in offene Immobilien-AIFs, wobei offene Spezial-AIFs weitere Vorteile bieten können, wie Abbildung 5 verdeutlicht.

Wenngleich mit der Auslagerung der Immobilienbewirtschaftung an einen

offenen Publikums- oder Spezial-AIF eine wesentliche operative Entlastung des Investors gegenüber einer Immobilien-Direktanlage erfolgt, besteht die für Performance und Risikosteuerung zentrale Herausforderung in der strategischen und gegebenenfalls taktischen Asset Allocation, wofür es nicht nur einer sehr guten Detailkenntnis der infrage kommenden Investmentvermögen bedarf, sondern insbesondere einer gesamthafte Immobilienexpertise.

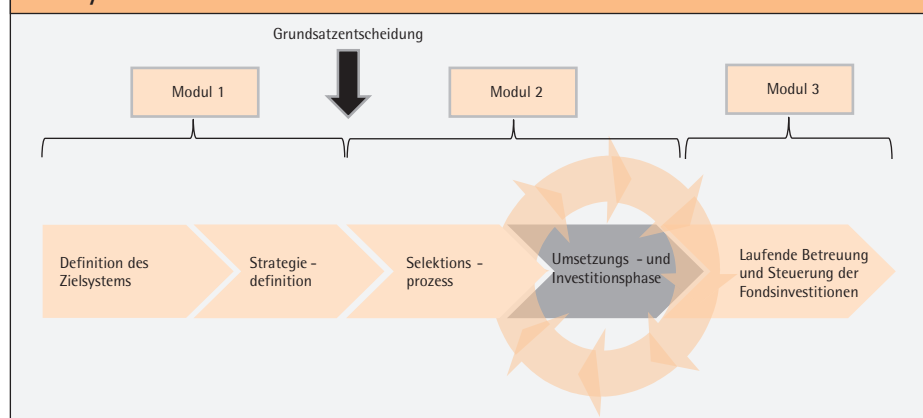
So gibt es zwar bereits auf die spezifischen Anforderungen von Stiftungen spezialisierte alternative Investmentvermögen wie zum Beispiel:

- Aachener Grundvermögen Spar- und Stiftungsfonds,
- Catella Multitenant Stiftungsfonds,
- KanAM Grund Stiftungsfonds Europa,
- SEB Konzept Stiftungsfonds.

Manager-Selektionsprozess

Darüber hinaus steht bei offenen Immobilien AIFs aber ein Anlageuniversum von

Abbildung 6: Modularer Ansatz der Fondsselektion der Deutsche Oppenheim Family Office



über 100 Sondervermögen für Investitionen zur Verfügung. Die Vielzahl der zur Auswahl stehenden offenen Immobilien-AIF erfordert einen strukturierten Auswahlprozess. Eine fundierte Analyse ist zudem wegen der sehr unterschiedlichen Anlagestrategien, sowie geografischen und sektoralen Diversifikationsmöglichkeiten zu empfehlen.⁷⁾ Innerhalb dieser Schwerpunkte und Anlagerichtlinien werden vom Management permanent Entscheidungen über weitere Zukäufe oder Abverkäufe getroffen, sodass es einer intimen Kenntnis der einzelnen AIF bedarf, um die grundsätzliche Eignung in Bezug auf die jeweilige spezifische Anlagestrategie überprüfen zu können.

Abbildung 6 verdeutlicht am Beispiel des Manager-Selektionsprozesses der Deutsche Oppenheim Family Office AG, wie ein solcher Prozess grundsätzlich ausgestaltet sein kann. Die einzelnen Module sehen dabei wie folgt aus:

Modul I: Strategiedefinition:

Definition einer dedizierten Strategie für die Anlageklasse Immobilien im Rahmen der gesamthaften Asset Allocation mit weiterer Definition der angestrebten geographischen⁸⁾ und sektoralen Allocation.

Modul II: Selektionsprozess und Umsetzungsphase:

1. Erhebung und Analyse der Grundgesamtheit aller für die definierte Investmentstrategie in Frage kommenden offenen Immobilien-AIFs.

2. Identifizierung der dem definierten Suchprofil grundsätzlich entsprechenden Fonds (Longlist).

3. Fokussierung auf die im Ergebnis interessantesten Fonds (Shortlist), auf Basis von externen Researchdaten und auf Grundlage aller Daten der Fondsgesellschaften.

4. Versendung von Fragebögen an das Fondsmanagement der Kapitalverwaltungsgesellschaften zur Erhebung ergänzender entscheidungsrelevanter Informationen.

5. Ergänzende persönliche Interviews mit dem Fondsmanagement der Kapitalverwaltungsgesellschaften.

6. Auswertung aller von den Fondsgesellschaften bereitgestellten quantitativen und qualitativen Informationen über ein Scoringssystem.

7. Erstellung einer Entscheidungsvorlage für den Mandanten.

8. Prüfung des Vertragswerkes und Zeichnung der Fonds.

Modul III: Laufende Begleitung und Steuerung der Fondsinvestitionen:

Wenngleich Immobilieninvestments häufig einer Buy-and-hold-Strategie unterliegen und die Möglichkeiten kurzfristiger Desinvestments aufgrund der Vorgaben des KAGB auch eingeschränkt sind, sollten die getätigten Immobilieninvestments in Bezug auf ihre Übereinstimmung mit der Anlagestrategie und gesamthaften Asset Allocation regelmäßig überprüft werden.

Sorgfältige Managerauswahl

Die Fragestellung nach dem bestmöglichen Vorgehen zum Aufbau eines Immobilienvermögens ist für viele Stiftungen zur Generierung ausreichend hoher ordentlicher Erträge ein zentrales Thema. Es zeigt sich, dass die direkte Investition in Einzelimmobilien für die meisten Stiftungen sowohl unter Diversifikations- als auch Kosten-/Nutzenaspekten häufig weniger geeignet ist. Der indirekte Aufbau der Anlageklasse Immobilien über offene Immobilien AIFs ist dabei eine sinnvolle Alternative, welche jedoch einer sorgfältig durchgeführten Managerauswahl bedarf. Darüber hinaus ermöglicht eine indirekte Anlagestrategie in Kombination mit einem professionellen Selektions-, Reporting- und Monitoringprozess die Stabilisierung ordentlichen Ertrages in Zeiten niedriger Kapitalmarktzinsen.⁹⁾

Fußnoten

- 1) Bundesverband Deutscher Stiftungen (2014), S.121.
- 2) Immobilienaktien und REITs werden aufgrund ihrer durch ihr Chance-/Risiko-Profil und ihre weiteren Eigenschaften größeren Nähe zur Anlageklasse Aktie nicht weiter betrachtet. Ebenso werden geschlossene AIF aufgrund ihrer deutlich geringeren Diversifikationseigenschaften und Illiquidität nicht weiter berücksichtigt.
- 3) Vgl. Sanders/Pagliari/Webb, S. 130.
- 4) Vgl. Fisher/Lorie, S. 99 ff.
- 5) Vgl. Just/Sebastian, S. 11.
- 6) Vgl. Just/Sebastian.
- 7) Vgl. Just/Sebastian, S. 26.
- 8) So zeigt sich, dass eine geografische Diversifikation für Immobilien deutlich wesentlicher ist als für Aktien- oder Renteninvestments. Vgl. Eichholtz 1996.
- 9) Zu den Anforderungen an ein Immobilien-Reporting vgl. Jakob/Pitschke.

Kaufverträge rechtssicher abschließen

Die mittlerweile 7. Auflage dieses Standardwerks ist durchgängig aktualisiert und jetzt ausschließlich auf Kaufverträge hin ausgerichtet. Da deutsche Unternehmen etwa zwei Drittel ihrer Auslandsgeschäfte in Staaten der EU tätigen, wird verstärkt auf geschäftliche Aktivitäten innerhalb des Europäischen Binnenmarktes eingegangen. So bietet der Band Hilfestellung bei der Abfassung internationaler Kaufverträge, die eine der wichtigsten Grundlagen von Unternehmensgeschäften sind.

Die beiliegende CD-ROM enthält zahlreiche Vertragsmuster, teils zum direkten Bearbeiten am eigenen PC, sowie einige grundlegende Gesetzes- und Verordnungstexte.

Vertragsgestaltung im Auslandsgeschäft

Von Christoph Graf von Bernstorff.
7., aktualisierte Auflage 2013.
344 Seiten, gebunden,
mit CD-ROM. 49,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0849-8.



Fritz Knapp Verlag

60046 Frankfurt | Postfach 11 11 51
Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesens.de
www.kreditwesens.de

Die Langfassung des Artikels inklusive des vollständigen Literaturverzeichnisses finden Sie unter:
www.kreditwesens.de

