

Immobilien-Spezialfonds 2008

Bewertung von Immobilien der Offenen Fonds nach neuem Recht

Gernot Archner

Die Immobilienbewertung bei Offenen Fonds hat viele Kritiker, sei es, weil die Sondervermögen aufgrund von Abwertungen geschlossen werden mussten, oder sei es, weil unverhältnismäßig oft Einwertungsgewinne verbucht wurden. In der Folge wird auch das Gutachterwesen samt seiner Instrumente hin und wieder mehr oder weniger deutlich infrage gestellt. Mit der Novelle des Investmentgesetzes ist jetzt endlich einiges klarer geregelt, wie beispielsweise die Verantwortung im Sachverständigenausschuss. Anderes könnte sich dagegen als kontraproduktiv erweisen, so zum Beispiel das Verkaufsverbot unter Verkehrswert, warnt der Autor. Denn eine feste Abschlagsgröße von bis zu fünf Prozent sei durchaus marktüblich. Auch sonst hat er noch Änderungswünsche. Doch: Nach der Novelle ist bekanntlich vor der Novelle. (Red.)

Die Vorschriften für die Bewertung von Vermögensgegenständen der Offenen Immobilienfonds wurden mit dem Investmentänderungsgesetz in wichtigen Bereichen geändert. Für die Umstellung auf das neue Recht haben die Kapitalanlagegesellschaften Zeit bis zum 1. Juli 2010. Für Immobilien-Spezialfonds kann von den neuen Bewertungsvorschriften für Publikumsfonds abgewichen werden, wenn die Anleger zustimmen.

Trennung von Ankaufs- und Folgebewertung

Soweit es sich bei den Anlegern um Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke handelt, die ihrerseits aufsichtsrechtlichen Vorgaben unterliegen, werden die Bewertungsvorschriften für Publikumsfonds wohl weiterhin auf freiwilliger Basis gelten. Zum Schutz der Versicherten und den Mitgliedern der berufsständischen Versorgungswerke dürften die Spezialfondsanleger auf eine qualifizierte und unabhängige Bewertung der Immobilien nicht verzichten wollen.

Soweit es sich um nicht aufsichtsrechtlich gebundene Anleger handelt, wird man zu einem vergleichbaren Ergebnis gelangen müssen, da die zwingende Bewertungsvorschrift des § 36 InvG allein für die Liquiditätsanlage gilt und die Immobilienbewertung als Grundlage der Anteilwertermittlung regulatorisch nicht im luftleeren Raum stattfinden kann. Nach der allgemeinen Sorgfaltspflicht des ordentlichen Kaufmanns werden die Spezialfonds-Gesellschaften deshalb im eigenen Interesse für die Bewertung der

Immobilien zumindest die Vorschrift des § 77 Abs. 1 und 2 InvG entsprechend anwenden wollen.

Auf diese Vorgehensweise deutet auch die von der Branche und der Bankaufsichtsbehörde gemäß § 77 Abs. 1 a InvG verabschiedete Muster-Geschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse vom 29. Februar 2008 hin, nach deren Präambel für Immobilien-Spezialfonds allein von der Vorschrift des § 77 Abs. 1 a InvG (Regelungen zur Muster-Geschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse) abgewichen werden kann. Im Folgenden werden einige Fragen erörtert, die sich durch die Gesetzesänderung ergeben.

Die Ankaufsbewertung nach neuem Recht muss durch einen Sachverständigen erfolgen, der nicht Mitglied eines Sachverständigenausschusses der Kapitalanlagegesellschaft ist. Die Trennung von Ankaufs- und Folgebewertung soll die Unabhängigkeit des Sachverständigenausschusses in der Regelbewertung erhöhen, da er nicht in den Ankaufprozess eingebunden ist.

Die Aktivierung der Verkehrswerte bei einem Ankauf von Immobilien hatte stets dann zu Problemen geführt, wenn Er-

werbe kurz vor einem Marktabschwung erfolgt waren. In diesen Fällen waren die Sachverständigenausschüsse gezwungen, bei der ersten Folgebewertung von einer höheren Bewertungsbasis (Kaufpreis zuzüglich Anschaffungsnebenkosten) Abwertungen vorzunehmen. Durch den jährlichen Bewertungsrhythmus und die von Objekt zu Objekt unterschiedlichen Bewertungsstichtage treten negative Performanceeffekte bei Offenen Immobilienfonds erst zeitlich verlagert und nur granuliert ein. Dieser Effekt hat in der Vergangenheit dazu geführt, dass Anleger erst spät im Marktzyklus ihre Anteile zurückgegeben haben und auch vergleichsweise spät in die Fonds eingestiegen sind.

Kurze Bewertungsintervalle sind nicht zielführend

Eine einfache Lösung für dieses Problem ist nicht in Sicht. Kein geeignetes Rezept zur Milderung des Problems wäre eine Verkürzung der Bewertungsintervalle. In Großbritannien hat sich gezeigt, dass die Anleger bei monatlichen Bewertungsintervallen in einem schwachen und volatilen Markt sehr frühzeitig aus den Fonds aussteigen, da durch die monatlichen Bewertungsintervalle die nächsten Abwertungsschritte geradezu vorprogrammiert sind. Im Marktzyklus frühe und flächendeckende Schließungen von Fonds mit einem prozyklischen Abverkauf von Objekten sind die unerwünschten Folgen.

Der Wechsel von der Aktivierung der Verkehrswerte zur Aktivierung der Kaufpreise und der Anschaffungsnebenkosten mit einer linearen Abschreibung der Anschaffungsnebenkosten über die voraussichtliche Haltedauer von maximal zehn Jahren kann mit einigem Recht als die entscheidende Änderung der gesetzlichen Vorschriften für Immobilien-Sondervermögen durch das Investmentänderungsgesetz angesehen werden. Es handelt sich bei dieser Änderung, die bislang keine größere Beachtung gefunden hat, allerdings um eine zweiseitige Angelegenheit.

Einerseits wurde von den Sachverständigenausschüssen der Druck im Ankaufprozess genommen, über die Ermittlung des Verkehrswertes nicht nur den Kaufpreis sondern auch die Anschaffungsnebenkosten „darzustellen“. Insbesondere bei jungen Fonds stellten etwaige Einwertungsverluste eine faktische Marktzutrittsbarriere dar, da der negative Per-

Der Autor

Dr. Gernot Archner LL.M. ist Geschäftsführer des BIIS Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V., Frankfurt am Main.

formanceeffekt bei einem jungen Fonds mit noch geringem Bestand ein ungleich größerer als bei einem Altfonds ist. In der öffentlichen Kritik standen hingegen stets sogenannte Einwertungsgewinne, das heißt performancerelevante Einwertungen oberhalb des Kaufpreises und der Anschaffungsnebenkosten, die sich bei jungen Fonds als Marktzutritts erleichterung erwiesen haben.

Einwertungsgewinne und -verluste verzerren den Wettbewerb

Einwertungsgewinnen und Einwertungsverlusten kam somit gleichermaßen ein wettbewerbsverzerrender Effekt zu. Die Aktivierung der von den unabhängigen Sachverständigenausschüssen ermittelten Verkehrswerte hatte aber andererseits eine disziplinierende Wirkung auf das Ankaufsgeschäft der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften. Ankaufsvorlagen wurden von den Kapitalanlagegesellschaften bereits mit Blick auf das „Nadelöhr“ Sachverständigenausschuss aussortiert. Selbst ein gewisser Teil der Ankaufsvorlagen, die den Weg durch das Ankaufsraster der Kapitalanlagegesellschaft geschafft hatten, wurde vom Sachverständigenausschuss still „erledigt“.

Die angefallenen Kosten für Due Dilligence und den Sachverständigenausschuss mussten von der Kapitalanlagegesellschaft getragen werden und konnten nicht dem Fonds belastet werden. Vor diesem Hintergrund wäre es nicht verwunderlich, wenn sich vor allen Dingen die Kapitalanlagegesellschaften über die regulatorische Änderung beim Ankauf freuen würden.

Sachverständigenausschüsse bestehen künftig aus einem Hauptgutachter und zwei Nebengutachtern. Bislang wurde bei einigen Kapitalanlagegesellschaften ein Gesamtausschuss von zum Teil mehr als zehn Sachverständigen gebildet, wobei die Gutachten häufig von sämtlichen Mitgliedern des Gesamtausschusses erstattet worden sind. Der Gesetzgeber erhofft sich durch die Beschränkung der Anzahl der Nebengutachter eine deutlichere Zuordnung der Verantwortlichkeiten und eine intensivere Kontrolle der Tätigkeit des federführenden Hauptgutachters.

Die Bestellung von Angehörigen eines Zusammenschlusses von Sachverständigen ist, unabhängig von der Rechtsform des Zusammenschlusses, zulässig, wenn Interessenkonflikte wirksam aus-

geschlossen sind. Die von der Bankaufsichtsbehörde am 29. Februar 2008 verabschiedete Muster-Geschäftsordnung für die Sachverständigenausschüsse verweist in § 6 Abs. 2 auf eine entsprechende Anwendung der Vorschriften für Abschlussprüfer (§§ 319, 319 a HGB), sodass ein Angehöriger eines Zusammenschlusses von Sachverständigen nur dann bestellt werden kann, wenn der Zusammenschluss und dessen unmittelbar oder mittelbar verbundenen Unternehmen keine Deal Services oder andere konfliktreiche Dienstleistungen für die KAG erbringen.

Die Bewertung von Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften erfolgt künftig nach den Grundsätzen der Unternehmensbewertung durch einen Abschlussprüfer im Sinn des § 319 HGB. Das Investmentänderungsgesetz enthält keine konkreten Ausführungen zur Bewertung auf der Beteiligungsebene. Die Bankaufsichtsbehörde stimmt aktuell mit den Beteiligten den Entwurf einer Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung ab, in der auch die wesentlichen Grundzüge für die Bewertung der Beteiligungen verbindlich geregelt werden sollen. Nach § 70 Abs. 2 Satz 1 InvG sind die im Jahresabschluss oder der Vermögensaufstellung der Immobilien-gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen, der vom unabhängigen Sachverständigenausschuss festgestellt worden ist.

Eine Befugnis zur Abänderung der Verkehrswerte als den maßgeblichen Ausgangswerten für die Bewertung der Beteiligung kommt dem Abschlussprüfer nicht zu. Aufgrund der Cash-Flow-basierten Immobilienbewertung durch den Sachverständigenausschuss verbietet sich eine nochmalige Cash-Flow-basierte Unternehmensbewertung nach IdW S 1 unter Berücksichtigung der erwarteten Zahlungsströme aus den Immobilien. Der Abschlussprüfer wird folglich den Beteiligungswert anhand eines NAV-Verfahrens (Summe der Ertragswerte der Immobilien-Gesellschaft zuzüglich des Wertes ihres sonstigen Vermögens abzüglich Fremdkapital) zu ermitteln haben.

Nach der neu gefassten Vorschrift für Verkäufe von Immobilien und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften (§ 82 Abs. 1 InvG) darf eine Beteiligung an einer Immobiliengesellschaft nur veräußert werden, wenn die Gegenleistung die zuvor durch den Sachverständigenausschuss ermittelten Immobilienwerte nicht unterschreitet. Die gesetzliche Re-

gelung knüpft ausdrücklich nicht an den vom Abschlussprüfer ermittelten Beteiligungswert an. Die maßgebliche Wertgrenze für die Veräußerung einer Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft ist vielmehr die Summe der aggregierten Einzelwerte der Immobilien als der innere Wert des Unternehmens. Dem Abschlussprüfer kommt somit nach der neuen Rechtslage im Wesentlichen die Aufgabe zu, die außerhalb der Immobilienwerte liegenden wertbeeinflussenden Faktoren (zum Beispiel steuerliche Rückstellungen) zu ermitteln und zusammen mit den Verkehrswerten zu einem Wert der Beteiligung zu verdichten.

Berücksichtigung von Portfoliozu- oder -abschlägen

Eine Berücksichtigung von Portfoliozu- oder -abschlägen im Rahmen der Beteiligungsbewertung dürfte sich verbieten. Immobilien-Gesellschaften sind nach dem Leitbild des Gesetzgebers auch nach Aufhebung der Drei-Objekt-Grenze als passive Investmentvehikel für die Direktanlage konzipiert. Nach § 68 InvG ist der Geschäftszweck der Immobilien-Gesellschaften auf die Geschäfte beschränkt, die von der Kapitalanlagegesellschaft in der Direktanlage getätigt werden dürfen.

Die Bewertungsvorschriften für Offene Immobilienfonds gewähren keine ausreichende gesetzliche Grundlage für eine Änderung des Produktcharakters durch ein gesplittetes Bewertungsregime zwischen direkter Immobilienanlage auf der Grundlage aggregierter Einzelwerte ohne Berücksichtigung von Portfoliozu-/abschlägen und einer indirekten Immobilienanlage unter Berücksichtigung von Portfoliozu- und -abschlägen.

Portfoliozu- und -abschläge könnten vom Abschlussprüfer zudem nur einmal jährlich zum Stichtag der Beteiligungsbewertung festgestellt werden. Sie würden bis zur nächsten Regelbewertung fortgeführt, obgleich sich die Verhältnisse am Markt für Portfolios rasch ändern. Eine Berücksichtigung von Portfoliozu- oder -abschlägen in der jährlichen Beteiligungsbewertung würde zwangsläufig zur Bildung von unterjährigen stillen Reserven und Lasten führen.

Hierbei muss man sich vor Augen halten, dass mit der Veränderung von Portfoliozu- oder -abschlägen in der Regel auch allgemeine Preisveränderungen am Immobilienmarkt einhergehen. Die stillen Reserven und Lasten aus der stichtags-

bedingten Immobilienbewertung und der stichtagsbedingten Beteiligungsbewertung würden sich unterjährig kumulieren. Eine erhebliche Verletzung des Gleichbehandlungsgebotes aller Anleger wäre die unvermeidliche Folge.

Die hier vertretene Auslegung wird nicht zuletzt durch die neu gefasste Regelung des § 82 Abs. 1 Satz 3 InvG bestätigt. Nach dieser Vorschrift ist bei einem Verkauf von zwei Immobilien-Gesellschaften an denselben Erwerber ein Paketabschlag auf die aggregierten Einzelwerte der Immobilien von bis zu fünf Prozent zulässig. Dieser Paketabschlag wäre nicht sachgerecht, wenn der Abschlussprüfer im Rahmen der Beteiligungsbewertung bereits einen Paketabschlag berücksichtigen müsste.

In Zeiten hoher Mittelzuflüsse steht die Akquisition von Immobilien im Vordergrund. Dies mag erklären, warum die restriktive Neufassung der Verkaufsvorschrift des § 82 InvG bislang kaum Beachtung gefunden hat. Die Neufassung läuft der gesetzgeberischen Absicht zuwider, die Liquiditätssteuerung auf der Fondsebene zu erleichtern. Die Einengung der Spielräume beim Verkauf steht im Kontrast zur gesetzlichen Erleichterung beim Ankauf. Bislang waren Verkäufe unterhalb der aktuellen Verkehrswerte dann zulässig, wenn der Abschlag auf den aktuellen Verkehrswert einen halben Jahresrohertrag nicht überschritten hat. Zukünftig darf der Verkaufserlös den aktuellen Verkehrswert überhaupt nicht mehr unterschreiten. Verkehrswert und

erzielbarer Kaufpreis werden auf der Preisuntergrenze gleichgestellt. Die Regelung verkennt den Durchschnittspreis-Charakter des Verkehrswertkonzeptes und könnte dazu führen, dass Fondsgesellschaften in Zeiten eines erhöhten Liquiditätsbedarfs – üblicherweise in schwierigen Marktphasen – nur die Objekte zügig veräußern können, die das Portfolio stützen.

Die Paket-Regelung, wonach bei einem Verkauf von mehr als zwei Immobilien oder Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften an denselben Erwerber ein Abschlag von bis zu fünf Prozent zulässig ist, könnte sich auf der Zeitachse der Liquiditätssteuerung als problematisch erweisen. Nach dem Gesetzeswortlaut und der Gesetzesbegründung ist die Fondsgesellschaft in der Pflicht, in einem ersten Schritt die Möglichkeit eines Einzelverkaufs (ohne Paketabschlag) oder einer Kreditaufnahme zu prüfen, wenn diese Maßnahmen im Interesse der verbleibenden Anleger wirtschaftlicher sein sollten als die Realisierung eines Paketabschlages. Die Durchführung dieser Maßnahmen in einer schwierigen Marktphase bei rasch steigenden Mittelabflüssen dürfte wertvolle Zeit kosten.

In einem zweiten Schritt ist von der Fondsgesellschaft zu prüfen, ob am Markt aktuell Paketabschlüsse zugestanden werden müssen. In einem schwierigen Marktumfeld dürfte ein Abschlag von fünf Prozent indes für einen raschen Paketverkauf kaum ausreichen, wenn bereits unter normalen Marktverhältnissen Preisabschläge von bis zu zehn Prozent auf den aktuellen Verkehrswert einer Immobilie nicht unüblich sind. Bei der Regelung zum Paketverkauf ist weiter fraglich, ob es ausreichend ist, wenn der Verkaufserlös mindestens 95 Prozent der Summe der aktuellen Verkehrswerte entspricht oder ob nach der gesetzlichen Regelung eine 2-Stufen-Prüfung zu fordern ist, wonach zunächst für jedes einzelne Objekt der aktuelle Verkehrswert als Teilkaufpreis erzielbar sein muss und erst auf der zweiten Stufe ein marktbedingter Abschlag auf alle Paketobjekte von bis zu fünf Prozent zulässig ist.

Sachgerecht erscheint allein eine saldierte Betrachtungsweise, wonach einzelne Objekte des Pakets mit einem höheren Abschlag als fünf Prozent auf den aktuellen Verkehrswert verkauft werden können, wenn dafür andere Objekte höhere Verkaufserlöse erzielen. Im Interesse der Bestandsanleger darf sich die Qualität des Bestandsportfolios in einem ohnehin schwierigen Marktumfeld nicht

durch regulatorische Verkaufsbeschränkungen strukturell so verschlechtern, dass sich die Risikostruktur des Bestandsportfolios immer mehr zu Lasten der verbliebenen Anleger verschiebt. Aus diesem Grund benötigt das Fondsmangement frühzeitige und ausreichende Handlungsmöglichkeiten für einen flexiblen und marktgerechten Verkauf.

Zulässigkeit von Preisabschlägen

Internationale Bewertungs- und Verkaufspreisstudien zeigen, dass Abweichungen der Verkaufserlöse von den aktuellen Verkehrswerten von bis zu zehn Prozent marktüblich sind. Der Gesetzgeber sollte im Interesse eines stimmigen Verkehrswert-Konzeptes deshalb eine feste Abschlagsgröße von bis zu fünf Prozent auf die aktuellen Verkehrswerte für den Einzelverkauf und den Paketverkauf zulassen. Es ist unverständlich, warum nach § 82 Abs. 2 InvG eine Immobilie mit einem Abschlag von bis zu fünf Prozent auf den Verkehrswert an die öffentliche Hand verkauft werden darf, nach § 82 Abs. 1 InvG aber nicht an einen privaten Investor.

Mit Zustimmung der Bankenaufsicht sollten auch Verkäufe mit Abschlägen von mehr als fünf Prozent zugelassen werden. Nach der Sorgfaltspflicht des ordentlichen Kaufmanns obläge es dann der Fondsgesellschaft zu entscheiden, welche Objekte sie zur Liquiditätsbeschaffung im Einzelverkauf oder im Paketverkauf an den Markt bringt. In einem Verkaufsgutachten könnte der unabhängige Sachverständigenausschuss zur Angemessenheit des Abschlags Stellung nehmen.

Die Erweiterung des Handlungsrahmens der Fondsgesellschaft auf der Fondsausgangsseite eines Publikumsfonds ist nicht zuletzt deshalb zwingend erforderlich, weil die Probleme der Fristentransformation und der Mittelabflusskontrolle abschließend nicht lösbar sind. Der schematisch strukturierte Abverkaufsmechanismus des § 81 InvG (Aussetzung der Rücknahme), der eine Prüfung der Angemessenheit von Preisabschlägen durch den unabhängigen Sachverständigenausschuss nicht vorsieht, sollte im Interesse der Anleger langfristig nicht als das alleinige Ventil auf der Fondsausgangsseite in einem schwierigen Marktumfeld dienen. Es ist müßig zu betonen, dass eine Änderung der gesetzlichen Regelung sinnvoller Weise rechtzeitig und mit ruhiger Hand erfolgen sollte.

Anmerkung zur Ausgabe 14:

Die L-Bank schreibt der Redaktion: „Der Leitartikel der Ausgabe 14 – 2008 Ihrer Zeitschrift „Immobilien & Finanzierung“ enthält auf Seite 477 eine tabellarische Darstellung mit der Überschrift „Ausgewählte Verkäufe von großen Kreditportfolios“, in welcher an erster Stelle unser Institut, die L-Bank Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank, als Verkäufer eines Kreditportfolios mit einem Volumen von 100 Millionen Euro an „Goldman Sachs, Fortress“ genannt ist. Diese Information ist unzutreffend. Unser Institut hat ein solches Kreditportfolio zu keiner Zeit verkauft. Wir hatten die im oben genannten Artikel als Quelle genannten Rechtsanwälte Hänsler & Häcker-Hollmann, Esslingen, bereits am 23. Mai 2008 um Überprüfung und gegebenenfalls Korrektur der entsprechenden Informationen auf den von ihnen unter der Domäne www.verkaufte-kredite.de betriebenen Internetsiten gebeten. Da bis dato weder eine Korrektur noch eine sonstige Reaktion erfolgt ist, haben wir die Rechtsanwälte Hänsler & Häcker-Hollmann mit Schreiben vom heutigen Tag unter Fristsetzung bis zum 15. August aufgefordert, die Information zu korrigieren [...]“.