

## Regulierung

# Offene Immobilienfonds weiter in der Abwärtsspirale?

**Dass gut ein Dutzend Offener Immobilienfonds erst geschlossen und später doch aufgelöst wurden, veranlasste den Gesetzgeber, die Sondervermögen deutlich strenger zu regulieren. Dabei wurde jedoch unter der Maßgabe eines verbesserten Anlegerschutzes nur auf eine beschleunigte Liquidation abgestellt. So sind sogar pauschale Wertabschläge vorzunehmen, wenn sich der Objektverkauf verzögern sollte. Für die betroffenen Fonds werden wertschonende Veräußerungen damit jedoch enorm erschwert, kritisiert der Autor. Er regt stattdessen an, für Anleger, die im Fonds investiert bleiben wollen, ein Teilportfolio abzusondern. Doch nach welchen Kriterien sind die Objekte zu separieren und die Liquidität des Sondervermögens aufzuteilen?** (Red.)

Die aktuelle Struktur der Abwicklung Offener Immobilien-Publikumsfonds hat sich in der Praxis nicht bewährt und sollte vom Gesetzgeber grundlegend überarbeitet werden. Die Verkaufsergebnisse der derzeit 13 in Abwicklung befindlichen Fonds seit „Lehman“ im Oktober 2008 zeigen, dass diese Sondervermögen seit der Aussetzung der Rücknahme zunehmend in eine Abwärtsspirale geraten sind. Die völlig unterschiedlichen Verkaufs- und vorangegangenen Bewertungsergebnisse der Verkaufsportfolios der „offenen“, der „eingefrorenen“ beziehungsweise der in Abwicklung befindlichen Fonds seit Oktober 2008 zeigen, dass das Bewertungsregime bei den Offenen Immobilienfonds grundsätzlich intakt ist.

Nicht intakt ist hingegen das Abwicklungsregime. Die von einer Rücknahmeaussetzung respektive einer Abwicklung betroffenen Fonds unterliegen seit Oktober 2008 als „Forced Seller“ im Gegensatz zu ihren Kollegen der „offenen“ Produktseite einem Preis- und Margendruck von Käufern, Mietern und finanzierenden Banken wie er zuvor nicht für möglich gehalten worden wäre – und dies trotz eines im Vergleich zum Verkaufsportfolio der Peer Group durchschnittlich höher-

wertigeren Verkaufsportfolio, dessen Abverkauf weitgehend in denselben Märkten und zur gleichen Zeit erfolgte.

### Zum Schaden der Anleger

Zu alledem kommt der Verlust von wichtigen Mitarbeitern und einer tendenziell beeinträchtigten Interessenlage von externen Dienstleistern wie Asset und Property Managern wegen der in vielen Fällen absehbar auslaufenden Kundenbeziehung. Liquidationskosten wie Vorfälligkeitsentschädigungen, Verkaufsnebenkosten und vorzeitig zahlbare und nicht ausreichend zurückgestellte „Capital Gain Tax“ kommen als Schaden für die Anleger oben auf. Bereits heute kann deshalb als sicher gelten, dass keiner der in Abwicklung befindlichen Fonds ohne erhebliche Verluste seit Aussetzung der Rücknahme durch die Liquiditätskrise gekommen sein wird.

Einige Fonds mit vergleichsweise hohen Leverage-Quoten und zahlreichen Käufen am oder nahe am Peak der Märkte werden gegebenenfalls sogar fast ihr gesamtes Eigenkapital verloren haben. Neue Retailprodukte der betroffenen Fondsgesellschaften dürften wegen der beschädigten Reputation bei Anlegern und Vertrieben, wenn überhaupt, nur sehr schwer eine Chance haben. Damit schwinden schlussendlich auch Perspektiven und die vormals weitgehend identische Interessenlage zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Anlegern kehrt sich schlagartig um.

Wurden die Anleger durch die gesetzlich vorgeschriebene Form der Liquidation bereits bis jetzt massiv geschädigt, dürfte es sogar noch schlimmer kommen. Die gesetzlich vorgegebene Auslegungsent-

scheidung der BaFin zu § 39 Abs. 2 InvG, dass nach dem Übergang des Verwaltungsrechts für die Depotbank bei der Abwicklung überhaupt keine preisliche Angemessenheitsprüfung mehr gilt, dürfte zu einem regelrechten Schlussverkauf der Restanten-Portfolios mit hohen Abschlägen auf die Verkehrswerte führen und bereits heute nochmals negative Folgen auf die bis dahin anstehenden Verkäufe haben.

Warum sollte ein Marktteilnehmer ein Non-Core-Objekt eines „Forced Seller“ – und Non-Core ist spätestens seit der Abwicklungsentscheidung aus Sicht des Marktes scheinbar nahezu alles, wie die „Zitronen“-Studie der IVG vom letzten Sommer gezeigt hat – nahe am Verkehrswert erwerben, wenn er es morgen angesichts des ohnehin angespannten Markt- und Finanzierungsumfelds deutlich billiger haben kann? Mit dem Übergang des Verwaltungsrechts auf die Depotbank wird das zum Schutz der Anleger ausgestaltete Investmentdreieck zwischen Kapitalanlagegesellschaft, Depotbank und Anleger ausgerechnet in der für Anleger eines Offenen Immobilienfonds kritischsten Phase beendet.

### Folgen der Asset-Übertragung auf die Depotbank

Es macht eben einen großen Unterschied, ob eine Depotbank einen Wertpapierfonds oder einen Offenen Immobilienfonds abzuwickeln hat. So gilt mit dem Übergang des Verwaltungsrechts auch nicht mehr das Konzernveräußerungsverbot des § 68a Abs. 1 InvG, sodass nach einer zulässigen Rückverlagerung des Asset Managements an die Kapitalanlagegesellschaft diese den Ausschreibungsprozess für den Verkauf vorbereiten würde und zugleich verbundene Konzernunternehmen der Kapitalanlagegesellschaft mitbieten könnten. Dass dies potenziell sehr weitreichende Interessenkonflikte eröffnet, die sich natürlich auch schon heute auf die Verkaufsbemühungen der Kapitalanlagegesellschaft auswirken können, braucht wohl nicht näher ausgeführt zu werden.

Am „Beratermarkt“ kursieren von namhaften Adressen durchaus ernst gemeinte

#### Der Autor

#### Dr. Gernot Archner

Geschäftsführer, Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V., Frankfurt am Main

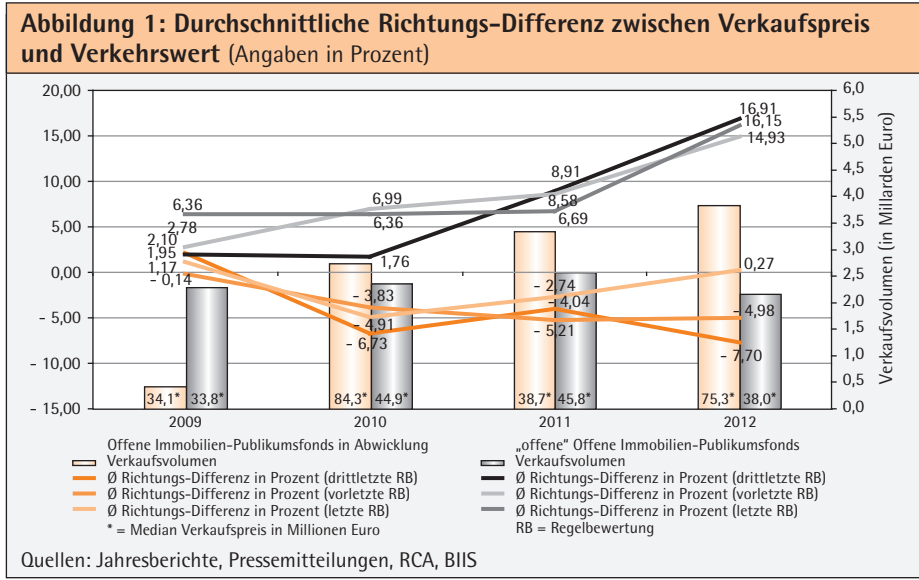


Vorschläge, die man vor gar nicht allzu langer Zeit als investmentrechtliche Räumerpistolen abgetan hätte. Da wird potenziellen Investoren in – wie praktisch – englischsprachigen Broschüren empfohlen, doch eine Depotbank zu gründen und der Kapitalanlagegesellschaft zugleich nahegelegt, die Depotbankfunktion sodann kurz vor dem Übergang des Verwaltungsrechts auf die neue Investoren-Depotbank zu übertragen. So spart man bei einem späteren Erwerb einmal die Grunderwerbssteuer und ist sogleich in der Poleposition für die nachfolgende Verwertung ohne Preislimits. „Corporate governance gone wild“ möchte man ergänzen und zugleich dezent darauf hinweisen, dass nach §22 Abs. 1 Satz 1 InvG die Depotbank ausschließlich im Interesse aller (Bestands)Anleger zu handeln hat.

Jeder Profi am Markt weiß nun aber, wie man Ausschreibungen zu strukturieren hat, damit die Gebote auch in der gewünschten Preisspanne eintrudeln. Nicht ohne Grund verfolgen die Mitglieder der unabhängigen Sachverständigenausschüsse mit Argusaugen und einer ganz gehörigen Portion Misstrauen die ihnen für Verkaufsbewertungen als „aktuellstes Marktgeschehen“ vorgelegten Gebote von opportunistischen Playern. Schließlich kennt jeder Experte im Bewertungsbe- reich aus eigener Erfahrung genügend sogenannte Resale-Fälle, in denen dasselbe Objekt ohne jegliche Veränderung in kürzester Zeit zu einem deutlich höheren Preis durchgehandelt worden ist.

Nach dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) wäre nun sogar ein regelrechtes Anschleichen an ein Portfolio durch einen systematischen Aufkauf von Anteilscheinen über die Börse möglich. Auf diese Weise ließen sich je nach Fondsgröße und Finanzstärke des neuen Investors relativ leicht die Ergebnisse der in §81 b InvG vorgesehenen Anlegerbeschlüsse (30-Prozent-Quorum) beeinflussen.

Auch versprechen die übrigen Änderungen durch das AnsFuG (maximal zulässige Abschläge von zehn beziehungsweise 20 Prozent auf die aktuellen Verkehrswerte und die Einführung von Anlegerbeschlüssen zwecks Einwilligung in noch höhere Abschläge), die für die heute in Abwicklung befindlichen Fonds nicht gelten, keine Besserung der Abwicklungspraxis, sondern zementieren geradezu die heutige Abwärtsspirale mit starren gesetzlichen Verkaufsfristen und in den Markt gestellten offiziellen „Jeden Tag wird's etwas billiger“-Preisschildern („Gestern 100, heute 90, morgen schon 80 und dann



kommt der große Räumungsverkauf ohne jegliches Limit“).

**Was im Interesse der Anleger zu tun wäre**

Das heutige Abwicklungsregime einschließlich der diesbezüglichen Änderungen durch das AnsFuG beruhen auf zwei grundsätzlichen Fehlentscheidungen des Gesetzgebers. Die eine begründet einen unauflösbaren Interessenkonflikt zwischen der Kapitalanlagegesellschaft und ihren Anlegern und die andere führt zu einer systematischen Abwärtsspirale bei der Objektverwertung:

- Der Gesetzgeber belässt die Kapitalanlagegesellschaft in der alleinigen Verantwortung für die Liquiditätsbeschaffung nach einer Aussetzung der Rücknahme und der sich gegebenenfalls anschließenden Abwicklung, obgleich die Kapitalanlagegesellschaft und die hinter ihr stehende Mutter ein gemeinsames Gebühreninteresse an einer möglichst langsamen Verwertung haben müssen. Die Mutter der Kapitalanlagegesellschaft respektive mit ihr verbundene Konzernunternehmen befinden sich häufig zudem auch in der Rolle einer finanzierenden Bank. Management Fees werden fortlaufend vereinnahmt und sind auf das Fondsvermögen als Bemessungsgrundlage bezogen.

Bei den heute wie auch nach AnsFuG vorgeschriebenen halbjährlichen Sonderausschüttungen reduziert sich unmittelbar die Bemessungsgrundlage für die laufenden Gebühren. Bei einer Ablösung von Krediten (wenn auch gegen Zahlung einer Vorfälligkeitsent-

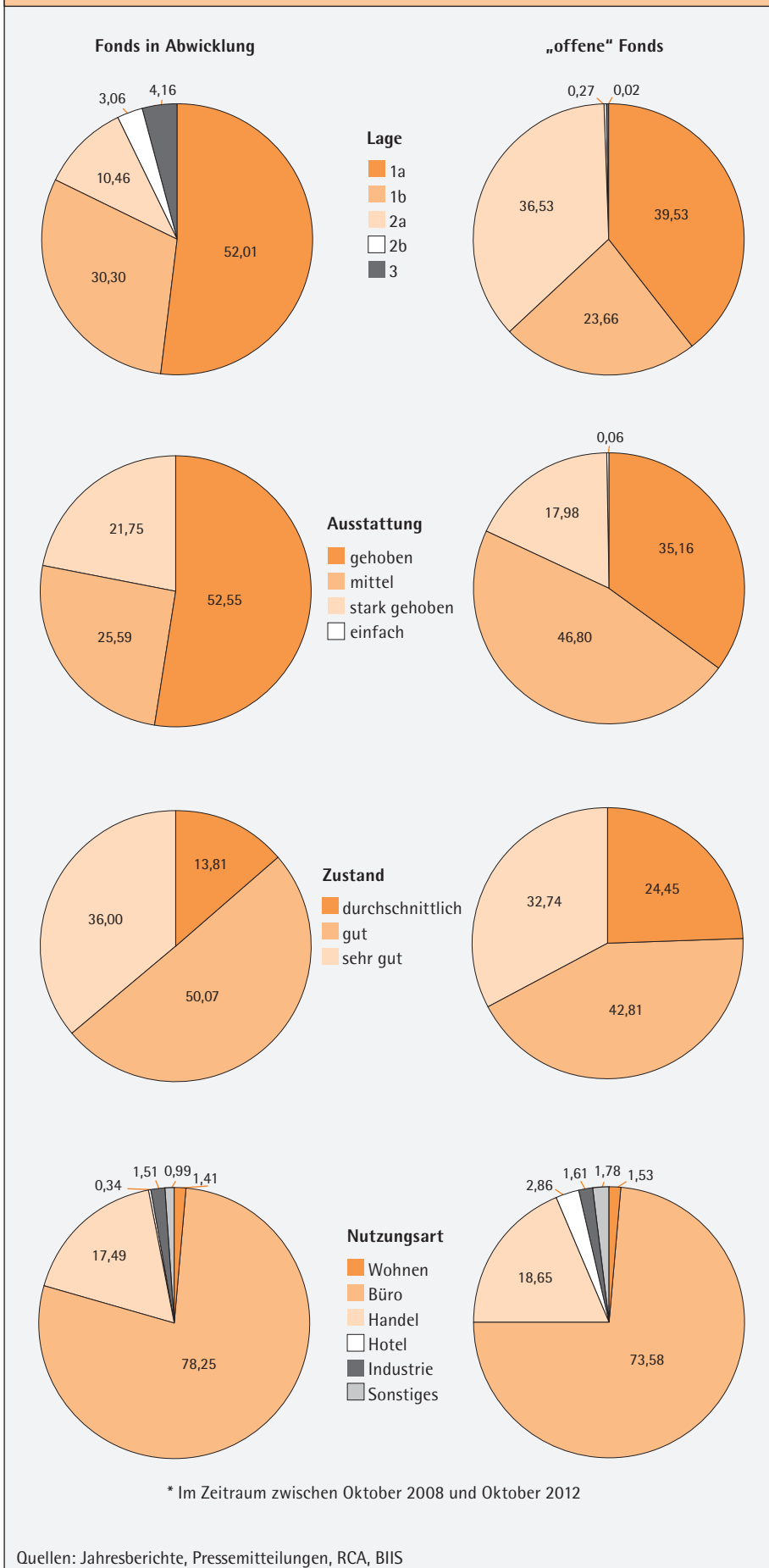
schädigung zulasten der Anleger) ist dies nicht der Fall, da der Abfluss der Liquidität durch die Verringerung der Verbindlichkeiten NAV-neutral ist. Der Gebührentopf leert sich vorwiegend durch rasche Verkäufe und Sonderausschüttungen an die Anleger. Möglicherweise sogar schneller als die Verwaltungstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft andauert. Die üblichen nominalen Verkaufsvergütungen fließen hingegen gleichgültig, wann und wie gut ein Objekt verkauft worden ist. Vor diesem Hintergrund muss geradezu zwangsläufig für die Kapitalanlagegesellschaft (zunächst) weiter verwaltetes Immobilienvermögen interessanter sein als durch Verkäufe gewonnene Liquidität.

- Der Gesetzgeber wiegt das Liquiditätsinteresse der Anleger über den Zeitverlauf gegenüber dem Interesse der Anleger an einer wertschonenden Abwicklung immer höher, was zu immer größeren zulässigen Abschlägen auf die Verkehrswerte führt. Der Markt stellt sich wie immer schnell hierauf ein.

Die Interessen des Marktes an möglichst späten weil opportunistischen Erwerben und das Gebühreninteresse der Kapitalanlagegesellschaft und ihrer Mutter gehen zusammen mit den regulatorischen Vorgaben zulasten der Anleger Hand in Hand. Entsprechend sehen schon die bisherigen Abwicklungsergebnisse aus.

Zugleich bleiben alle Beteiligten aus dem „Normalbetrieb“ auch während des gesamten Abwicklungsprozesses zusammen. Es findet faktisch keine unabhängige Kontrolle mehr darüber statt, ob jeder der Beteiligten vor und während der Abwicklung seinen gesetzlichen und ver-

**Abbildung 2: Verkäufe Offener Immobilien-Publikumfonds nach Nutzungsarten und Objektqualitäten** (Angaben in Prozent)



traglichen Verpflichtungen mit der gebotenen Sorgfalt nachgekommen ist. Man sitzt zusammen in einem „Abwicklungs-Boot“ und macht gemeinsam „das Buch“ zu. Eine Governance-Struktur, die nach jeder Insolvenzordnung eines entwickelten Landes undenkbar wäre. Das Ergebnis des heutigen Abwicklungsregimes wie auch des AnsFuG ist, dass die Anleger entgegen der eigentlichen gesetzgeberischen Absicht zwangsläufig vergleichsweise spät und relativ wenig Kapital zurückerhalten.

Das gesamte Abwicklungsregime der Offenen Immobilienfonds muss deshalb endlich (siehe auch I&F 19-2010, Seite 656: „Der Elefant im Raum“) entlang der folgenden Eckpunkte vom Kopf auf die Füße gestellt werden.

- Wegfall des Übergangs des Verwaltungsrechts von der Kapitalanlagegesellschaft auf die Depotbank zur Vermeidung von Steuerschäden und zur Sicherstellung einer fachlich versierten Abwicklung.
- Bestellung eines Sonder-Treuhänders mit starken Kontroll- und Eingriffsbefugnissen gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft unmittelbar nach Aussetzung der Rücknahme wegen fehlender Liquidität.
- Einführung eines Trennungs- und Teilliquidationsverfahrens, wonach die Anleger eines Immobilien-Sondervermögens unmittelbar nach der Aussetzung der Rücknahme in rückgabewillige und bestandswillige Anleger getrennt werden. Entsprechend wird das Portfolio nach der Maßgabe des Sonder-Treuhänders in ein Bestands- und Liquidationsportfolio nach sachlichen Kriterien unter Beachtung des Grundsatzes einer Gleichbehandlung aller Anleger aufgeteilt. Dies ist möglich und passiert faktisch schon im Normalbetrieb tagtäglich, wenn die aussteigenden Anleger das Barsubstitut für allein von der KAG ausgewählte und verkaufte Objekte erhalten.
- Überwachung der Abwicklung des Liquidationsportfolios durch den Sonder-Treuhänder.
- Keine Vorgabe gesetzlicher Verkaufsfristen und zulässiger Abschläge auf die Verkehrswerte, damit Markt und Mieter nicht gegen den Liquidator auf Zeit spielen können.
- Die Kapitalanlagegesellschaft erhält während der Abwicklungsphase nur einen Ersatz der ihr tatsächlich anfallenden Kosten („Retainer“) und eine Erfolgsge-

büher am Ende der Abwicklung. Bezugsgröße für die Erfolgsgebühr sollte die Wertbasis der zu verkaufenden Objekte zum Zeitpunkt der Teilung des Portfolios sein. Aus den gesparten Fixkosten für die Kapitalanlagegesellschaft (reduzierte Management Fee) sollten die Kosten des Sonder-Treuhänders beglichen werden können, sodass für die rückgabewilligen Anleger keine zusätzlichen Kosten entstehen.

- Während der Abwicklungsphase sollten im Interesse möglichst hoher Verwertungserlöse dem Markt keine Einzelobjektwerte mehr kommuniziert werden. Erst nach Verkauf sollten die letzten Verkehrswerte und die Kaufpreise mitgeteilt werden.

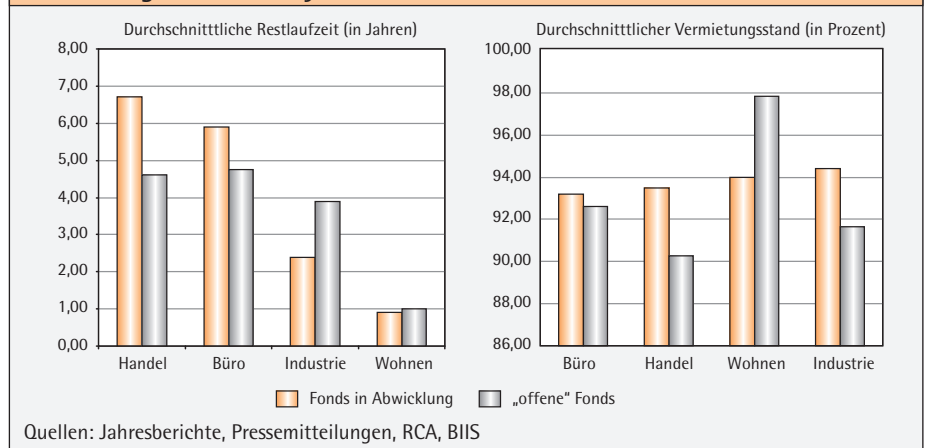
- Keine festen Vorgaben für Sonderausschüttungen. Es sollte allein dem Sonder-Treuhänder obliegen zu entscheiden, ob durch Verkäufe gewonnene Liquidität für (vorzeitige) Kreditablösungen, werterhaltende Maßnahmen zur Vorbereitung weiterer Objektverkäufe oder für eine Sonderausschüttung an die Anleger verwendet wird.

Auf Basis dieser Eckpunkte sollte eine wertschonende Verwertung in einem zugleich überschaubaren Zeitrahmen möglich sein, weil alle Beteiligten ökonomisch richtig incentiviert sind. Eigentlich bestandswillige Anleger können im Fonds verbleiben, da eine Abwicklung mit für sie unvorhersehbaren Risiken nicht mehr zu befürchten ist. Rückgabewillige Anleger ohne Zeitpräferenz erhalten nach der Abwicklung den maximal möglichen Teil ihres Kapitals zurück.

Anleger mit sofortigem Kapitalbedarf können bei einer wertschonenden Abwicklungsstruktur zu höheren Kursen über die Börse aussteigen als dies heute bei „Zerschlagungspreisen“ der Fall ist. Gleichmaßen wäre sichergestellt, dass die Kapitalanlagegesellschaft während der Abwicklung auch ökonomisch bedingt „ausschließlich im Interesse der Anleger“ handelt, so wie es das Investmentgesetz heute als bloße Rechtsmaxime vorschreibt.

Eine solche Abwicklungsstruktur würde auch die immer wieder angestellten Überlegungen einer Umwandlung betroffener Fonds in REITs obsolet werden lassen. Grundsätzlich wäre gegen eine entsprechende Option bei einem qualifizierten Anlegerquorum nichts einzuwenden. Um aber nicht vom Regen in die Traufe zu kommen, müsste Voraussetzung hierfür sein, dass mit der Umwandlung zwingend auch ein Wechsel der Verwaltung auf

**Abbildung 3: Durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge und Vermietungsstand bei Objektverkäufen der Offenen Fonds**



einen konzernfremden Dritten einhergeht. Anderenfalls wäre einem Moral Hazard Tür und Tor geöffnet. Asset Manager mögen verständlicherweise keine abschmelzenden oder gar in (Teil-)Abwicklung befindliche Fonds. Mit Blick auf die deutlich höheren Vorstands-Vergütungsstrukturen im REIT-Bereich dürfte die Geschäftsführung einer Kapitalanlagegesellschaft alles daran setzen, dass die Anleger sich für die Umwandlung entscheiden. Der Offene Immobilienfonds wäre zugleich als Schönwetter-Konstrukt entlarvt, bei dem die Anleger letztlich sowohl ein Liquiditätsrisiko als auch ein Börsenrisiko tragen, aber nach dem Renditeprofil des Produktes zu keinem Zeitpunkt risikoadäquat entlohnt worden sind. Die Zukunft des Produktes muss daher anders aussehen.

Die durchschnittlichen Rückgabequoten bei den in Abwicklung befindlichen Fonds lagen beim heutigen Abwicklungsregime, das wegen der Zuordnung der Liquidationsrisiken auf alle Anleger – gleich ob diese bestandswillig sind oder nicht – ein rationales Run-Risiko setzt, zwischen 30 und 50 Prozent. Da bei dem hier vorgeschlagenen Abwicklungsregime allein die rückgabewilligen Anleger verursachungsgerecht sämtliche Liquidationsrisiken tragen, wäre in einer vergleichbaren Situation mit deutlich geringeren Rückgabequoten zu rechnen.

### Das Restantenproblem

Selbst unter Annahme gleich hoher Rückgabequoten wäre beim vorgeschlagenen Abwicklungsregime die Liquiditätskrise der in Abwicklung befindlichen Fonds mit den zwischenzeitlichen Verkäufen von mittlerweile elf Milliarden Euro bereits heute weitgehend beendet. So fängt die

eigentliche Krise der in Abwicklung befindlichen Fonds mit dem Verkauf der Restbestände von über 24,5 Milliarden Euro erst an.

Soweit der Gesetzgeber sich endlich zu einem wertschonenden Abwicklungsregime entschließen würde, ergäben sich auch größere Spielräume bei den Rückgabemodalitäten als dies in der aktuellen politischen Diskussion erkennbar ist.

Die von den Anlegern ausdrücklich gewünschte schwankungsarme Immobilienanlage mit überschaubaren, aber stetigen Renditen erfordert ein in sich konsistentes Bewertungsregime mit nachhaltigen Bewertungsansätzen ohne börslichen Tagespreis-Charakter.

Dies bedeutet aber eben auch, dass bei einer Aussetzung der Rücknahme und einer sich anschließenden (Teil-)Abwicklung „der Bewertungsschalter“ respektive die Preisangemessenheits-Prüfung nicht von Verkehrswert auf „Forced Sale Value“ umgelegt werden darf. Es ist deshalb höchste Zeit, dass alle Beteiligten begreifen, dass es „den“ Offenen Immobilienfonds weder ohne das heute konsistente Bewertungsregime mit den entsprechenden Anforderungen an die Fristentransformation und das Liquiditätsmanagement noch ohne ein wertschonendes Abwicklungsregime geben kann.

Viele Verbände, Anlegerschützer und Verbraucherschutzorganisationen haben unmittelbar nach Veröffentlichung des Kabinettsentwurfs den Erhalt „des“ Offenen Immobilien-Publikumsfonds begrüßt. Es muss im parlamentarischen Verfahren von allen Beteiligten noch sehr hart an den richtigen Baustellen gearbeitet werden, damit das allgemeine Begrüßen nicht verfrüht gewesen ist.