



REGULIERUNG UND RISIKOMANAGEMENT

OFFENE IMMOBILIENFONDS (NOCH) KRISENFESTER MACHEN

Nach ihrer schweren Krise vor rund zehn Jahren erfreuen sich offene Immobilienfonds im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld wieder großer Beliebtheit. Und obwohl der Gesetzgeber Maßnahmen ergriffen hat, diese Anlageklasse krisenfester zu machen, besteht nach Einschätzung des Autors Grund zur Sorge, zeichnen sich doch erneut Gefahren an den Immobilienmärkten ab. Angesichts der Vielzahl äußerst risikoaverser Anleger könnten selbst überschaubare Rückschläge Auslöser einer neuerlichen Krise sein. Deshalb sieht er weiteren Nachbesserungsbedarf. Im folgenden Beitrag unterbreitet er einen Vorschlag zur Bildung eines Risikopuffers auf Fondsebene, wobei dieser an den Überlegungen des Bundesfinanzministeriums (BMF) aus dem Jahr 2010 anknüpft. Red.

Offene Immobilienfonds ermöglichen auch Kleinanlegern eine Partizipation an den Immobilienmärkten, wobei durch eine Streuung über zahlreiche Objekte zudem Klumpenrisiken vermieden werden. Grundsätzlich handelt es sich um eine sinnvolle Anlageklasse. Vor wenigen Jahren schien ihre Zukunft aber höchst ungewiss. Die offenen Immobilienfonds steckten in einer schweren Krise. Ausgelöst wurde sie vor allem durch institutionelle (Groß)Anleger, die im Zuge der Finanzkrise beginnend in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 kurzfristig in großem Ausmaß Anteile zurückgaben, weil sie dringend Finanzmittel benötigten.

Diesem Verlangen konnten viele offene Immobilienfonds nur kurzzeitig entsprechen, nämlich nur solange, bis ihre Barbestände aufgebraucht waren. Ein spontaner Verkauf von Fondsimmobilen, um neue Liquidität zu schaffen, gelang regelmäßig nicht. Ein Grund dafür war, dass die Rechtslage einem Verkauf mit Verlust grundsätzlich entgegenstand.¹⁾ Daher waren viele Fonds gezwungen, die Rücknahme der Anteile auszusetzen.²⁾ Auch wenn einige dieser Fonds zwischenzeitlich sogar wieder Anteile zurücknahmen, standen am Ende meist Abwicklungen der Fonds, die oftmals bis heute andauern und mit spürbaren Verlusten für die Anleger einhergingen.³⁾ Betroffen waren primär Privatanleger und hier

insbesondere Kleinanleger, die nicht mehr rechtzeitig aus den Fonds herauskamen.

Renaissance einer Anlageklasse

Trotz dieser bewegten Vergangenheit erleben die offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren eine wahre Renaissance. Gerade bei Kleinanlegern erfreuen sie sich im derzeitigen Niedrigzinsumfeld größter Beliebtheit. Aber auch der Gesetzgeber hat seinen Teil dazu beigetragen, der Anlageklasse einen zweiten Frühling zu beschreiben.⁴⁾ Nicht nur die Wertermittlung der Fondsimmobilen wurde auf eine belastbarere Basis gestellt. Auch Mindesthaltedauern und Kündigungsfristen wurden eingeführt und stellen sicher, dass offene Immobilienfonds nicht erneut als Kurzfristanlage missbraucht werden können.

Trotz dieser Verbesserungen stellt sich die Frage, wie sicher diese Anlageklasse wirklich ist. Denn neue Risiken drohen. Die Hinweise auf Übertreibungen – sprich Überbewertungen – an den Immobilienmärkten nehmen zu. Entsprechende Sorgen hat bereits die Bundesbank geäußert.⁵⁾ Auch aus der Fondsbranche selbst gibt es erste Warnsignale. Viele offene Immobilienfonds nehmen mangels lukrativer Anlagechancen keine neuen Gelder mehr an.⁶⁾ Auch Anzeichen für einen baldigen Zinsanstieg bereiten in diesem Kontext Sorgen.

Erneuter Verkaufsdruck für Fonds nicht auszuschließen

Denn dadurch würden alternative Zinsanlagen attraktiver, was zu einem Rückgang der Immobiliennachfrage führen könnte. Ebenso würden höhere Zinsen Immobilienfinanzierungen erschweren und auch auf diesem Weg die Nachfrage dämpfen. Kommt es tatsächlich zu einem Rücksetzer

am Immobilienmarkt drohen sinkende Anteilspreise und damit Verluste für die Anleger. Wie diese darauf reagieren werden, kann derzeit nur spekuliert werden.

Nicht auszuschließen ist, dass viele der Anleger, die nur mangels Alternativen am Zinsmarkt in dieser Anlageklasse investieren, von starker Risikoaversion geprägt sind und nur schwer mit Verlusten umgehen können. Sie könnten bei ersten Rückgängen der Anteilswerte kündigen, um schnellstmöglich aus den Fonds zu kommen. Trotz der neu eingeführten Kündigungs- und Rücknahmefristen würde dies erneut Verkaufsdruck für die Fonds auslösen. Dies gilt ganz besonders für solche Fonds, bei denen ein erheblicher Teil der umlaufenden Anteile noch vor den Neuregelungen ausgegeben wurden, denn für diese Anteile gelten die neuen Fristen nicht.⁷⁾ Ein kritischer Effekt in einem schwächelnden Markt. Die Abwertungstendenzen würden sich noch weiter verstärken und weitere Anleger veranlassen, die Reißleine zu ziehen. Damit bestünde wieder die Gefahr einer Abwärtsspirale. Angesichts dieser Drohkulisse erscheint es ratsam, die Anlageklasse durch zusätzliche Maßnahmen noch weiter abzusichern.

Rückblick auf BMF-Vorschlag aus dem Jahr 2010

Eine Rückbesinnung auf Ideen der Vergangenheit könnte einen Beitrag zur weiteren Stabilisierung der offenen Immobilienfonds leisten. In seinem Diskussionsentwurf für das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 3. Mai 2010 hatte das Bundesfinanzministerium (BMF) einen Bewertungsabschlag in Höhe von zehn Prozent für jede einzelne Immobilien des Fondsvermögens – also ausdrücklich auch für Bestandsimmobilen – vorgeschlagen.⁸⁾ Dieser Abschlag sollte eine leichtere Verwertbarkeit der Objekte in schwierigen Marktphasen sicherstellen.

Solange der Fonds noch Anteile zurücknimmt, hätte der Abschlag es ihm gestattet, Verkäufe zu einem Preis von bis zu zehn Prozent unter dem zuletzt festgestellten Wert vorzunehmen und damit gegebenenfalls eine Aussetzung der Rücknahme von Anteilen ganz zu vermeiden. Im Kontext einer bereits mindestens zwölf Monate

DER AUTOR

PETER MANDLER

Hessische Finanzverwaltung,
Lehrbeauftragter an der
Hessischen Hochschule für
Polizei und Verwaltung,
Wiesbaden



Quelle: privat

andauernden Aussetzung der Rücknahme von Anteilen hätte der Abschlag den Spielraum für mögliche Verkäufe sogar faktisch verdoppelt, denn hier war es bereits ohnehin gestattet, Einbußen von bis zu zehn Prozent hinzunehmen.

Der Abschlag hätte es den Fonds letztlich ermöglicht, Immobilien notfalls auch mit 20 Prozent Abschlag verkaufen zu können.⁹⁾ Zudem hätte der Abschlag wie ein Puffer gegen Veräußerungsverluste bei der jeweiligen Immobilie gewirkt. Verkäufe zu einem niedrigeren Wert, hätten sich erst dann im Anteilswert niedergeschlagen, wenn die Verluste diesen Puffer überstiegen hätten. Gleichwohl kam der Vorschlag damals zur Unzeit. Institutionelle Investoren sahen darin in erster Linie die Gefahr eines unmittelbar drohenden Wertverlustes ihrer Anteile, nämlich dann, wenn es galt, den Puffer durch niedrigeren Ansatz der Fondsimmobilen aufzubauen.

Neuer Lösungsansatz für einen Bewertungspuffer

Die institutionellen Investoren reagierten auf diese Enteignungsgefahr mit (verstärkter) Flucht aus dieser Anlageklasse. Da half es auch nichts, dass der Diskussionsentwurf die Möglichkeit vorsah, den Abschlag schrittweise über fünf Jahre vorzunehmen.¹⁰⁾ Mit seinem Diskussionsentwurf hatte das BMF unter dem Strich die Krise noch verschärft. Daher war es keine Überraschung, dass der Bewertungsabschlag letztlich keinen Eingang in das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz fand.

Mit den nachfolgend dargestellten Anpassungen, ließe sich das grundsätzlich sinnvolle Konstrukt eines Bewertungspuffers gleichwohl erfolgversprechend umsetzen.

- Bei jeder künftigen Höherbewertung einer Immobilie wird ein Teil der Zuschreibung – zum Beispiel die Hälfte – ertragsmindernd in eine Rücklage eingestellt, bis diese Rücklage einen bestimmten Anteil am Wert des Immobilienportfolios erreicht. Denkbar wäre hier ein Festhalten an der 10-Prozent-Grenze des BMF-Vorschlags. Die Immobilie selbst wird jedoch in der Vermögensaufstellung mit dem festgestellten Wert erfasst.
- Die Rücklage ist nicht auf die einzelne Immobilie bezogen, sondern dient der Absicherung des gesamten Immobilienportfolios.
- Kommt es tatsächlich zu Abwertungen oder Verlusten bei Verkäufen wird das

Minus durch eine entsprechende (ertrags erhöhende) Auflösung der Rücklage ausgeglichen. Nicht jeder Rücksetzer am Immobilienmarkt wirkt sich damit sofort auf den Anteilswert aus. Damit – das ist das zentrale Element des Vorschlags – wird selbst extrem risikoaversen Anleger kein Anlass gegeben, zu kündigen und (nach Fristablauf) ihr Geld abzuziehen. Soweit ein solcher Ausgleich möglich ist, wird es dem Fonds auch gestattet Immobilien zu einem Preis unterhalb des zuletzt festgestellten Wertes zu veräußern, auch wenn die Rücknahme von Anteilen nicht ausgesetzt ist.¹¹⁾

- Ansonsten kommt es beim Verkauf einer Immobilie nur insoweit zu einer Auflösung der Rücklage, wie sie dann oberhalb ihres Zielwertes liegt (im Beispiel oberhalb von zehn Prozent des Wertes des verbliebenen Immobilienportfolios). Bleibt die Höhe der Rücklage darunter, findet keine Auflösung statt. Gleichsam müssen Gewinne, die dadurch entstehen, dass Immobilien zu einem Preis oberhalb des zuletzt festgestellten Wertes veräußert werden, nicht (anteilig) zur Bildung der Rücklage verwendet werden.¹²⁾

Nominalverlust für Anleger wird vermieden

Die in der Tabelle exemplarisch dargestellten Fallbeispiele verdeutlichen die Regeln zu Bildung der Rücklage. Diese Ausgestaltung bringt erhebliche Vorteile gegenüber dem ursprünglichen BMF-Vorschlag mit sich. Ganz wichtig ist, dass beim Aufbau des Puffers ein unmittelbarer Nominalwertverlust für Anleger vermieden wird. Denn die Rücklage wird nur dann aufgebaut, wenn es zu Höherbewertungen von Fondsobjekten kommt. Alle anderen Erträge – insbesondere die Mieterträge – stehen den Anlegern weiterhin in unverminderter Höhe zu.

Dies macht eine (erneute) Fluchtbewegung wenig wahrscheinlich. Einzüräumen ist allerdings, dass die Anleger durchaus Realwertverluste erleiden können. Dies ist dann der Fall, wenn Höherbewertungen lediglich die Inflation ausgleichen, sie aber trotzdem dem Anleger wegen der Rücklagenbildung nur zum Teil in Form eines steigenden Anteilspreis gutgeschrieben werden. Die Sensitivität der Anleger für diese Art der Einbußen dürfte aber recht gering sein.

Von Vorteil ist zudem, dass das Anknüpfen an Höherbewertungen den Risikofaktor der Überbewertung zielgenau adressiert. Bei Immobilien in stagnierenden oder rückläufigen (Teil)Märkten erfolgt hingegen kein

Abschlag. Anders als bei einem auf die einzelne Immobilie bezogenen Abschlag trägt eine stark höherbewertete Immobilie stärker zur Pufferbildung bei. Dieser Puffer sichert aber alle Immobilien gleichermaßen gegen Wertverluste ab.

Richtige Anreize für das Fondsmanagement

Die Konstruktion vermeidet zudem Anreize für das Fondsmanagement, zur Verbesserung der Performance gezielt die Immobilien zu veräußern, bei denen es zu Zuschreibungen kam. Bei einem objektbezogenen Abschlag, wie ihn der seinerzeitige BMF-Vorschlag vorsah, ließe sich so in der Tat ein Zusatzertrag in Form der Auflösung des Puffers generieren. Hier ist dieser Weg aber regelmäßig verbaut. Zu einem Zusatzertrag kann es allenfalls dann kommen, wenn die Rücklage die für das Restportfolio maßgebliche Schwelle überschreitet. Dies gilt bei der Veräußerung jeder Immobilien ungeachtet dessen, ob es hier in der Vergangenheit Zuschreibungen gab oder nicht. Angesichts dieser zahlreichen Vorteile des Vorschlags, stellt sich aber unweigerlich die Frage, welcher Preis dafür zu bezahlen und vom wem dieser aufzubringen ist. Die Antwort hierauf ist nicht schwer: Anleger in offenen Immobilienfonds erkaufen sich die zusätzliche Sicherheit mit einer temporär geminderten Rendite.¹³⁾ Zeitlich begrenzt ist der Nachteil grundsätzlich schon dadurch, dass die Rücklagenbildung ab Erreichen der vorgegebenen Schwelle unterbleibt.¹⁴⁾ Ebenso wird der Nachteil dann ausgeglichen, wenn der Puffer in Anspruch genommen wird.

Eine wichtige Restriktion gibt es jedoch für den Vorschlag: Um die Anlageklasse tatsächlich stärker gegen Risiken abzusichern, muss die Maßnahme umgesetzt werden, bevor der Immobilienmarkt seinen Höhepunkt erreicht. Bei einer Implementierung erst im Zeitpunkt des Peaks, gibt es keine weiteren Höherbewertungen mehr und folglich wird kein Puffer aufgebaut. Eine zusätzliche Absicherung ist für diesen Marktzyklus dann nicht mehr möglich. Der Gesetzgeber sollte daher zügig handeln, damit diese Anlageklasse nicht erneut zum Krisenopfer wird und gerade jene Privatanleger erneut Verluste hinnehmen müssen, die mit solchen am wenigsten rechnen und solche am wenigsten verkraften können.

Zusammenfassung

1. Der Gesetzgeber hat einige Maßnahmen ergriffen, um die offenen Immobilienfonds krisenfester zu machen. Gleich-



Fallbeispiele zur Veranschaulichung der Regeln einer Rücklagenbildung*

Ereignis	Höhe der Rücklage			
	0 Euro (keine Rücklage)	1 Million Euro	9 Millionen Euro	10 Millionen Euro (Rücklage voll dotiert)
Höherbewertung des Grundstücks um 2 Millionen Euro auf 12 Millionen Euro. Neue Zielgröße für die Rücklage: 10,2 Millionen Euro (10 Prozent von 102 Millionen Euro)	Zuführung von 1 Million Euro (½ der Zuschreibung), neuer Stand: 1 Millionen Euro	Zuführung von 1 Million Euro (½ der Zuschreibung), neuer Stand: 2 Millionen Euro	Zuführung von 1 Million Euro (½ der Zuschreibung), neuer Stand: 10 Millionen Euro	Zuführung von 0,2 Millionen Euro, bis zur neuen Zielgröße von 10,2 Millionen Euro
Abwertung des Grundstücks um 2 Millionen Euro auf 8 Millionen Euro. Neue Zielgröße für die Rücklage: 9,8 Millionen Euro (10 Prozent von 98 Millionen Euro)	Mangels Rücklage keine Auflösung möglich; unveränderter Stand: 0 Euro	Auflösung i.H.v. 1 Million Euro, neuer Stand: 0 Euro	Auflösung i.H.v. 2 Millionen Euro (Höhe der Abwertung), neuer Stand: 7 Millionen Euro	Auflösung i.H.v. 2 Millionen Euro (Höhe der Abwertung), neuer Stand: 8 Millionen Euro
Verkauf des Grundstücks für 10 Millionen Euro , also zum zuletzt festgestellten Wert. Neue Zielgröße für die Rücklage: 9 Millionen Euro (10 Prozent von 90 Millionen Euro)	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 0 Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 1 Million Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 9 Millionen Euro (= neue Zielgröße)	Auflösung i.H.v. 1 Million Euro auf die neue Zielgröße von 9 Millionen Euro
Verkauf des Grundstücks für 12 Millionen Euro , also mit 2 Millionen Euro Gewinn. Neue Zielgröße für die Rücklage: 9 Millionen Euro (10 Prozent von 90 Millionen Euro)	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 0 Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 1 Million Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 9 Millionen Euro (= neue Zielgröße)	Auflösung i.H.v. 1 Million Euro auf die neue Zielgröße von 9 Millionen Euro
Verkauf des Grundstücks für 8 Millionen Euro , also mit 2 Millionen Euro Verlust. Neue Zielgröße für die Rücklage: 9 Millionen Euro (10 Prozent von 90 Millionen Euro)	Mangels Rücklage keine Auflösung möglich, neuer Stand: 0 Euro	Auflösung i.H.v. 1 Million Euro, neuer Stand: 0 Euro	Auflösung i.H.v. 2 Millionen Euro (Höhe der Abwertung), neuer Stand: 7 Millionen Euro	Auflösung i.H.v. 2 Millionen Euro (Höhe der Abwertung), neuer Stand: 8 Millionen Euro
Erwerb eines neuen Grundstücks für 10 Millionen Euro. Neue Zielgröße für die Rücklage: 11 Millionen Euro (10 Prozent von 110 Millionen Euro)	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 0 Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 1 Million Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 9 Millionen Euro	Ohne Auswirkung, unveränderter Stand: 10 Millionen Euro

*Das Immobilienvermögen eines Immobilienfonds hat einen Wert von 100 Millionen Euro. Die Zielgröße der Rücklage beträgt damit 10 Millionen Euro (10 Prozent von 100 Millionen Euro). Im Vermögen enthalten ist ein im Folgenden näher betrachtetes Grundstück mit einem Wert von 10 Millionen Euro.

Quelle: Eigene Darstellung des Autors

wohl besteht angesichts zunehmender Risiken am Immobilienmarkt weiter Anlass zur Sorge.

- Mögliche Rückschläge könnten durch frühzeitigen Aufbau eines Risikopuffers in Form einer Rücklage auf Fondsebene zumindest begrenzt werden. Die Rücklage sollte zielgerichtet durch Erträge aus Zuschreibungen gespeist werden. Sie sollte nicht auf eine einzelne Immobilie bezogen sein, sondern der Absicherung des Gesamtportfolios dienen.
- In dieser Ausgestaltung würden kontraproduktive Effekte vermieden, die mit einem früheren Vorschlag des BMF, den Anleger als drohende Enteignung wahrnahmen, einhergingen.
- Soll der Risikopuffer noch in diesem Marktzyklus Wirkung entfalten, ist das Zeitfenster für seine Implementierung aber begrenzt.

Hinweis: Der Beitrag wurde nicht in dienstlicher Eigenschaft verfasst.

Fußnoten

- Nach § 82 Abs. 1 S. 1 Investmentgesetz (InvG) war ein Verkauf grundsätzlich untersagt, wenn der Preis hinter dem zuletzt gutachterlich festgestellten Wert zurückblieb.
- In diesem Fall gestattete § 81 Abs. 2 InvG nach zwölf Monaten auch einen Immobilienverkauf zu einem um bis zu 10 Prozent niedrigeren Wert, um eine Liquiditätsbeschaffung zu ermöglichen.
- Die Gutachter korrigierten die Immobilienwerte sukzessive nach unten. Im Ergebnis wurden damit Verkäufe zu Preisen möglich, die oftmals weit unter den ursprünglichen Wertansätzen lagen.
- Änderungen durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BGBl 2011 I S. 538) und das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB, BGBl 2013 I S. 1981), das das InvG ablöste.
- Vgl. Ausführungen des Bundesbankvorstands Dr. Andreas Dombret in seinem Vortrag beim 39. Symposium des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte am 4. Mai 2017.
- Der Anbieter Wertgrund hat erhebliche Immobilienbestände seines Fonds Wohnselect D mit Gewinn veräußert und dabei auf Anzeichen für bereits bestehende Marktübertreibungen in Teilregionen hingewiesen (vgl. Vertriebsmitteilung vom 15. September 2017, www.wohnselect.de).
- Bei Anteilen, die vor dem 1. Januar 2013 ausgegeben wurden, ist weiterhin eine unbeschränkte Rückgabe möglich. Für Anteile, die nach dem 1. Januar 2013 aber vor dem 22. Juli 2013 emittiert wurden, sind ungeachtet der Fristen halbjährliche Rückgaben im Umfang von bis zu 30000 Euro zulässig.
- § 79 Abs. 1 InvG-E.
- Diese Möglichkeit fand später ihren Weg in das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), § 257 Abs. 3 S. 1 und

2 KAGB gestatten eine Veräußerung zu einem um 20 Prozent niedrigeren Wert, wenn die Rücknahme von Anteilen schon mehr als 24 Monate ausgesetzt ist.

- § 148 InvG-E.
- Denkbar wäre es aber hier eine Grenze einzuziehen, beispielsweise den maximal hinzunehmenden Abschlag gegenüber dem zuletzt festgestellten Wert auf 10 Prozent zu deckeln. Ein Verkauf mit einem größeren (Brutto)Verlust – selbst wenn dieser durch die Rücklage ausgeglichen würde – wäre dann nur möglich, wenn die Rücknahme von Fondsanteilen ausgesetzt ist.
- Ein (anteiliges) Heranziehen dieser Erträge zur Bildung der Rücklage wäre zwar durchaus vorstellbar, ginge aber auch mit erheblichem Aufwand einher, denn es müssten zumindest alle mit der Veräußerung in Zusammenhang stehenden Kosten gegengerechnet werden (z.B. auch Vorfälligkeitsentschädigungen bei Ablösung von Darlehen). Dieser Mehraufwand lässt sich kaum rechtfertigen, wenn bedacht wird, dass vom veräußerten Grundstück selbst keine Gefahr einer Überbewertung mehr ausgehen kann. Der theoretisch bestehende Anreiz im Falle eines gestiegenen Verkehrswertes auf eine Zuschreibung zu verzichten, sondern das Grundstück sofort zu veräußern, dürfte in der Praxis von geringer Bedeutung sein.
- Beispiel: Erzielt ein Fonds eine Rendite von drei Prozent p.a., von der ein Prozentpunkt auf Zuschreibungen entfällt, sinkt die Rendite temporär auf 2,5 Prozent p.a. (unter der Annahme, dass die Hälfte der Zuschreibungen zur Bildung der Rücklage verwendet werden muss).
- Allerdings erhöht jede Höherbewertung auch selbst wieder diese Schwelle und erzwingt damit wieder eine Zuführung zur Rücklage. Wie hoch diese ausfällt, hängt vom Anteil des Objektes am Wert des Gesamtportfolios ab. Auch jeder Hinzuerwerb einer Immobilie, verschiebt die Schwelle nach oben.