



Robert Guzialowski

Offene Immobilienfonds: Regulierung bewährt sich in der Corona-Krise

Durch die Neuregulierung in Folge der Finanzkrise sind offene Immobilienfonds heute wesentlich weniger anfällig für externe Schocks. Mit der Einführung von Mindesthalte- und Kündigungsfristen hat der Regulator einen wesentlichen Konstruktionsfehler der Vehikel erfolgreich behoben. Ergänzende regulatorische Maßnahmen fördern die Stabilität der Anlageklasse zusätzlich.

Bis zur Finanzkrise galten offene Immobilienfonds als äußerst stabile und gleichzeitig vergleichsweise ertragreiche Anlagevehikel. Das änderte sich schlagartig, als im Zuge der Krise insbesondere institutionelle Investoren kurzfristig ihre Anteile zurückgeben wollten. Da sich die Rückgabewünsche aufgrund mangelnder Liquidität nicht bedienen ließen, mussten etliche Fonds die Anteilsrücknahme aussetzen und später abgewickelt werden. Der Regulator hat daraufhin reagiert und den entscheidenden Konstruktionsfehler bei Fonds behoben: den Spagat zwischen täglichem Handel der Fondsanteile und einer wenig liquiden Anlageklasse wie Immobilien. Nunmehr gilt für die Fonds eine Min-

desthaltedauer von zwei Jahren und eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten. Eine Kapitalflucht aus Fonds ist nicht mehr möglich und tatsächlich gab es während der Corona-Zeit keine Mittelabflüsse in größerem Ausmaß. Eine Aussetzung von Anteilsrücknahmen wie zu Zeiten der Finanzkrise stand nirgends auf der Tagesordnung und gilt heute zu Recht als „ultima ratio“.

Eine weitere regulatorische Folge der Finanzkrise ist die unabhängige quartalsweise Bewertung der Immobilien durch externe Bewerter. Mit der vierteljährlichen Bewertung soll mehr Transparenz geschaffen werden. Denn die enormen Rückgabewünsche in der Finanzkrise waren unter anderem auf die Sorge vieler Anleger zurückzuführen, dass die Immobilien der Fonds nicht den Verkehrswert innehatten, der in den Fondsbüchern ausgewiesen war.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob die quartalsweise Bewertung Immobilienfonds volatiler und damit für Krisen entgegen der gesetzgeberischen Intention anfälliger macht. So könnten sich bereits kurzfristige Mietausfälle während der Corona-Pandemie negativ in der Immobilienbewertung niederschlagen. Entsprechend müsste sodann der Anteilspreis der offenen Immobilienfonds kurzfristig nach unten korrigiert werden.

Bislang haben sich derartige Befürchtungen allerdings nicht bewahrheitet, wie während der Corona-Krise erstellte Bewertungen belegen. Nur temporäre Ertragsstörungen entfalten zunächst keinen wesentlichen Einfluss auf die Parameter zur Ermittlung des Verkehrswertes. Vielmehr gilt weiterhin der Grundsatz, diesen auf Basis eines durchschnittlichen Preises von vielen Marktteilnehmern und Objekten zu einem bestimmten Zeitpunkt zu bestimmen, ohne kurzfristige individuelle Entwicklungen wie einzelne Mietausfälle oder -stundungen über Gebühr zu berücksichtigen.

Es soll jedoch nicht unerwähnt bleiben, dass für den Fall, dass kurzfristige Mietausfälle nicht in den Fondswert einfließen, der Investor sich im Zweifel auf den aktuellen Fondswert nicht verlassen kann. Durch die oben geschilderte Bewertungspraxis entsteht bei nur kurzfristigen Mietausfällen somit ein Spannungsverhältnis zwischen der Stabilität der Immobilienfonds auf der einen Seite und dem Vertrauen des Marktes auf die Richtigkeit des aktuellen Fondswertes auf der anderen Seite. Gerade letzteres stellt erhöhte Anforderungen an die Manger der AIF, um die Risiken zu messen sowie Maßnahmen zu treffen, um diese dann an die Investoren zu kommunizieren.

Die Situation ändert sich, wenn Dauer und Ausmaß der Mietausfälle höher ausfallen, als bislang erwartet. Mittel- bis langfristige Mietausfälle, insbesondere aber auch dauerhafte Reduzierungen der Mieten schlagen unweigerlich auf den Ertragswert von Immobilien durch. Und das wirkt sich zwangsläufig auf die Bewertungen und damit auf den Anteilspreis offener Immobilienfonds aus. Gerade bei Gewerbeimmobilien, vor allem im Einzelhandels- und im Hotelsegment, kam es bereits vermehrt zu Verhandlungen über die Stundung oder Reduzierung der Miete. Auch in diesem Fall spielen regulatorische Rahmenbedingungen eine wichtige Rolle. So sind die Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) bei Verhandlungen über Mietreduzierungen im Sinne eines „ordentlichen Geschäftsmanns“ verpflichtet, die Interessen der Anleger bestmöglich zu vertreten, sprich den Schaden so gering wie möglich zu halten.

Hier ist auf Seiten der KVG eine sorgfältige Abwägung gefordert: Inwieweit sind vorübergehende Mietausfälle, -stundungen oder gar dauerhafte Reduzierungen auch nach Auslaufen der gesetzlichen Sonderregeln aus dem Frühjahr zu akzeptieren, ohne dass der langfristige Investorfolg gefährdet ist? Zwar steht den KVG hier in aller Regel ein großzügiger Verhandlungsspielraum zu. Allerdings sind alle Entscheidungen sorgfältig zu begründen und zu dokumentieren.

In welchem Ausmaß es hier zu Anpassungen kommen wird, lässt sich noch nicht abschließend beurteilen. Bislang bleibt positiv festzuhalten, dass die Pandemie dank der in großen Teilen umsichtigen Regulierung anders als die Finanzkrise keine Panikverkäufe zur Folge hatte und offene Immobilienfonds wieder die Stabilität bieten, für die sie bei Anlegern jahrzehntelang standen.

Klar ist dabei, dass eine starke Regulierung nicht gänzlich vor den Folgen einer Krise schützen kann. Sie kann aber für Rahmenbedingungen sorgen, die einen angemessenen Schutz vor Überreaktionen der Investoren bietet, und einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, dass Immobilienfonds ihrem Anspruch als langfristig orientierte und krisenfeste Anlagelösungen neuerlich gerecht werden.



Robert Guzialowski

Head of Relationship Management Real Assets Deutschland
Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG
Weitere Angaben zum Autor S. 132
Weitere Angaben zum Unternehmen S. 180