

## Regulierungsoffensive Offene Fonds

# Frischer Wind oder Sturm im Wasserglas?

Von  
Marc Weinstock

„BMF lässt Offene Fonds sterben“, „Abwicklung mit Ansage“ – so titelte die Presse über die Vorschläge zur Regulierung der Offenen Immobilienfonds. Was ist der Auslöser für die Unruhe in diesem Segment?

Unabhängig von der Verabschiedung des Richtlinienentwurfs zur Regulierung alternativer Investmentfonds Manager (AIFM) auf EU-Ebene hat das Bundesministerium für Finanzen (BMF) einen Diskussionsentwurf „zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“ vorgelegt. Dieser trifft in besonderem Maße die Offenen Publikums-Immobilienfonds, für die Mindesthalte- und Kündigungsfristen eingeführt, die Anteilsrückgabe auf maximal zwei Zeitpunkte im Jahr beschränkt und darüber hinaus pauschale Sicherheitsabschläge auf den gutachterlich ermittelten Verkehrswert der Immobilien eingeführt werden. Das BMF begründet seinen Vorschlag unter anderem damit, dass „die bei der letzten Novelle eingeführte Möglichkeit von der börsentäglichen Rückgabe abzuweichen...“ von der Branche nicht genutzt wurde.

Zutreffend erkennt das BMF das grundsätzliche Problem der Offenen Immobilienfonds in der Fristeninkongruenz der langfristigen Immobilienanlage und der Möglichkeit der kurzfristigen Rückgabe der Anteilsscheine. Ein vermehrter Kapitalabzug belastet die Liquiditätssteuerung und führt im Extremfall zur Schließung des Fonds – und die Wahrschein-



lichkeit dieser Rücknahmeaussetzung gilt es im Interesse des Privatanlegers bei gleichzeitiger Wahrung dessen Flexibilität zu minimieren. Bei einer Umsetzung der diskutierten Halte- und Kündigungsfristen würde aber der wesentliche Kritikpunkt des BMF, nämlich die Aussetzung der gegenüber den Anlegern eingegangenen Rücknahmeverpflichtung durch die Schließung der Fonds, zum gesetzlichen Standard – und so die vom BMF beabsichtigte Stärkung des Anlegerschutzes gerade nicht erreicht.

Vielmehr ist es erforderlich, kurzfristig orientierte Mittel aus der Anlage in Offene Fonds auszuschließen, beispielsweise über Anfangshaltefristen. In der Vergangenheit hat vor allem die Beimischung (semi-)institutioneller Anlegergelder die Fonds überfordert, während das Rückgabeverhalten der Privatanleger regelmäßig durch die Liquiditätssteuerung der Fonds aufgefangen wurde. Eine konsequente Trennung zwischen institutionellen und privaten Anlegern könnte Abhilfe schaffen: Die Offenen Immobilienpublikumsfonds blieben wieder den Privatanlegern vorbehalten, während institutionelle

Investoren in Spezialfonds investierten. Dies wäre im Sinne des Schutzes der Privatanleger eine zielgruppenspezifische Regulierung, die sich auf die Publikumsfonds beschränkt.

Aber auch der vorgesehene Abschlag von zehn Prozent auf den Verkehrswert der Immobilie, der – in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad des Fonds – zu einer Abwertung der Anteilsscheine von deutlich mehr als zehn Prozent führen würde, ist kein angemessenes Instrument zum Schutz des Anlegers. Sofern dadurch schnelle Mittelabflüsse aus den Fonds vermieden werden sollen, könnte dies besser in Form zeitlich gestaffelter Rücknahmeabschläge erreicht werden, wie dies heute bereits bei einigen Fonds praktiziert wird.

Eine wie auch immer ausgestaltete Änderung der Rücknahmeverpflichtungen wird das Anlagevehikel Offener Fonds künftig stärker an andere indirekte Anlageform heranrücken. Dann werden die Anleger neu über ihre Investitionsentscheidung nachdenken, und es spricht einiges dafür, dass künftig mehr Gelder in Geschlossene Fonds, Spezialfonds oder den Real Estate Investment Trust (REIT) fließen werden. Darin besteht die eigentliche Herausforderung für den Offenen Fonds. Und wie auch immer der Diskussionsentwurf verabschiedet wird, es bleibt eine nationale Lösung, deren Harmonisierung mit der europäischen AIFM-Richtlinie noch aussteht.

*Dr. Marc Weinstock ist Vorsitzender des Vorstandes der HSH Real Estate AG*

