

FREITAG, 31. OKTOBER 2014

IMMOBILIENMARKT

Aufgelöste Immobilienfonds als lohnende Investments

Vierzehn offene Immobilienfonds in Abwicklung müssen ihre Milliardenportfolios veräußern. Professionelle Investoren wollen daran mitverdienen und kaufen die Fondsanteile in großem Umfang auf.

HAMBURG, 30. Oktober. In der Finanzkrise hat sich eine gravierende Schwachstelle offener Immobilienfonds gezeigt: So viele Anteilsinhaber wollten ihre Fondsanteile gegen Auszahlung ihres Anteils an dem Fondsvermögen zurückgeben, dass zahlreichen Fonds die für die Auszahlungen notwendige Liquidität fehlte. Die Fonds mussten schließen und konnten in den meisten Fällen bis heute nicht wiedereröffnet werden. Stattdessen haben die Fondsmanager die Verwaltung gekündigt, 14 Fonds (Stichtag 31. März 2014) werden in der Folge liquidiert.

Diese negative Entwicklung hat für die Fondsanteile zu deutlichen Preisabschlägen geführt. Der Börsenkurs der Anteile liegt in der Regel deutlich unterhalb des Rückgabebetrags (Net asset value) der Anteile. Dieser Kursrückgang liegt nicht nur an einer Vielzahl von Anteilsinhabern, die auch größere Preisabschläge hinnehmen, um sich von ihrem nun weitgehend illiquiden Investment zu trennen. Es wird auch erwartet, dass die Fonds nicht in der Lage sein werden, tatsächlich die Verkaufspreise zu realisieren, die für die Berechnung des Net asset value angesetzt wurden.

Hierfür spricht, dass die Zwangssituation der 14 aufgelösten Fonds, die in den nächsten Jahren insgesamt ein Nettoaktivvermögen von über 15 Milliarden Euro veräußern müssen, natürlich im Markt bekannt ist. Außerdem kann niemand sagen, wann genau die Immobilien verkauft und die entsprechenden Erlöse an die Anteilsinhaber ausgeschüttet werden können. Soweit es dem Fondsmanager nicht gelingt, die Immobilien vor dem Ende seiner Kündigungsfrist zu verkaufen, droht (jedenfalls für deutsche Immobilien) sogar der Anfall von Grunderwerbsteuer, denn die Fondsimmobilien gehen rechtlich dann von dem Fondsmanager auf die Depotbank über. Der Betrag, den der Fonds an seine Anteilsinhaber ausschütten kann, würde hierdurch weiter geschmälert.

Diese Situation ist für Altanleger ernüchternd, die sich von ihren Fondsinvestments nur noch mit Verlusten trennen können. Für Neuanleger können sich daraus Chancen ergeben. Einige professionelle Investoren haben sie bereits ergriffen. Dahinter steht die folgende Geschäftsidee: Die vom Markt erwarteten Verluste bei dem Verkauf der Immobilien gegenüber dem Rückgabepreis sowie der mögliche Anfall von Grunderwerbsteuer dürften in den aktuellen Kursen der Fondsanteile bereits weitgehend „eingepreist“ sein. Überdies gibt es Studien zu den Immobilienportfolios der einzelnen Fonds, wonach die erzielbaren Verkaufspreise jedenfalls für die Immobilien bestimmter Fonds in der Summe höher liegen könnten, als von vielen zunächst befürchtet. Ein Investor, der heute die „richtigen“, weil unterbewerteten Fondsanteile erwirbt, kann daher auf Ausschüttungen des Fonds hoffen, die den Kaufpreis für die Anteile insgesamt übersteigen – vorausgesetzt, er ist bereit, einige Jahre abzuwarten.

Für professionelle Investoren, die in dieses Geschäft mit Millioneneinsätzen einsteigen wollen, ist das verfügbare Handelsvolumen der gewünschten Fondsanteile an den Börsen (vor allem der Fondsbörse Hamburg) allerdings in der Regel zu gering.

Mehrere Investoren haben sich daher in den letzten Monaten mittels öffentlicher Erwerbsangebote an die sonst kaum erreichbaren (Retail-)Anleger gewandt. Dabei haben sie sich zunutze gemacht, dass der Handel mit Anteilen an offenen Immobilienfonds technisch nach denselben Mechanismen funktioniert wie der Handel mit börsennotierten Aktien. So kann die von dem Investor als „zentrale Abwicklungsstelle“ beauftragte Bank das öffentliche Erwerbsangebot den Depotbanken der einzelnen Anteilsinhaber mitteilen, die dann wiederum die betreffenden Anteilsinhaber informieren. Als zusätzliche Kommunikationsmittel können zum Beispiel eine Website genutzt werden, auf der das Erwerbsangebot abrufbar ist, außerdem eine Hinweisbekanntmachung im Bundesanzeiger oder in einer Tageszeitung.

Speziellen gesetzlichen Regelungen unterliegen solche öffentlichen Erwerbsangebote nicht. Keine Anwendung findet vor allem das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), in dem öffentliche Kaufangebote für Aktien detailliert geregelt sind. Die allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Prinzipien wie vor allem Transparenz, Gleichbehandlung und Fairness gelten jedoch trotzdem, außerdem das Verbot der Marktmanipulation und die Insiderhandelsverbote. Hinzu kommen die Vorgaben für Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB).

Innerhalb dieses rechtlichen Rahmens bildet sich zur Zeit ein Marktstandard für die inhaltliche Ausgestaltung der Erwerbsangebote. Dazu gehören die Nennung eines Angebotspreises, der in der Regel über dem Börsenkurs liegt, außerdem ein maximales Erwerbkontingent, eine ausreichend lange Annahmefrist (in der Regel vier Wochen ab Angebotsveröffentlichung), aber auch Schutzmechanismen für den Bieter (also den Käufer der Anteile). So kann der Bieter sich eine Verlängerung der Annahmefrist oder eine Erhöhung des Erwerbkontingents vorbehalten. Daneben sollte er auf Ausschüttungen des Zielfonds während der Annahmefrist für sein Angebot durch eine entsprechende Verringerung seines Angebotspreises reagieren können, weil die Anteilsinhaber sonst „doppelt“ verdienen könnten (nämlich durch die Ausschüttung und einen ungeminderten Kaufpreis des Bieters).

Nicht zuletzt mit Blick auf viele Millionen Altanleger, die ihre Investments in offene Immobilienfonds endlich liquidieren wollen, sind weitere öffentliche Erwerbsangebote dieser Art zu erwarten und zu begrüßen – verschaffen sie den Altanlegern doch die (freilich mit einem Abschlag auf den rechnerischen Rückgabepreis erkaufte) Liquidität, die ihnen ursprünglich bei dem Investment in offene Immobilienfonds versprochen wurde.

Niko Schultz-Süchting ist Partner, Heiko Jander-McAlister ist Rechtsanwalt im Hamburger Büro von Freshfields Bruckhaus Deringer.

Thomas Geppelt

Mobil:+49 (160) 93835722