



Übrigens...

Sankt Augustin, 31. Oktober 2008

## Information für die Medien 09 / 08

### Offene Immobilienfonds

#### Fragen, Antworten & Gedanken

Ein Kommentar von Björn Drescher, Fondsexperte bei Drescher & Cie

**Stellen Sie sich bitte vor: es brennt in einem Kino und alle Besucher wollen durch den gleichen Ausgang den Raum verlassen.**

Würden alle geordnet hintereinander gehen, gelingt die Evakuierung. Stürmt die Horde aber in nackter Panik zeitgleich den Ausgang, behindert sie sich gegenseitig und verstopft die Tür. Sie kennen den Effekt und wissen, dass irrationales menschliches Fluchtverhalten die Panik wahrscheinlicher macht als den geordneten Abgang.

Jetzt stellen Sie sich bitte noch vor, dass es in diesem Kino gar nicht brennt, lediglich einige wenige Besucher vorzeitig gehen müssen und andere „Feuer“ gebrüllt, die Rauchmelder eingeschlagen und Sitznachbarn mit zum Ausgang gedrängt haben. Das Ergebnis ist das gleiche, aber noch viel ärgerlicher.

#### Was ist geschehen?

Ohne erkennbare Not haben große Vermögensverwalter und Dachfondsmanager, wie sie selbst meinten verantwortungsvoll handelnd, in unseren Augen aber eher leichtfertig, um nicht zu sagen fahrlässig, mit teilweise „wirrem Gerede“ über möglichen Abwertungsbedarf und denkbare Liquiditätsengpässe offener Immobilienfonds zumindest hinsichtlich der Liquidität genau jene Situation heraufbeschworen und ausgelöst, vor der sie gewarnt haben.

Es mag der eine oder andere selbst unter Druck gehandelt haben, wo Quoten zu halten und Rückgaben zu befriedigen waren. Aber Ursache und Wirkung dürfen nicht verwechselt werden. Mit ihren zum Teil gewaltigen Blockordern haben sie einzelne offene Immobilienfonds an den Rand ihrer Auszahlungsfähigkeit gedrängt und in der Folge von einigen Medien katalysiert eine bisher in dieser Fondsgattung nie gesehene Massenpanik ausgelöst.

#### Noch ist die Stampede nicht wirklich zum Stehen gekommen.

Dessen ungeachtet zeichnet sich aber schon auf den ersten Blick ein verheerendes Bild ab: Mehr als acht offene Immobilienfonds haben mittlerweile innerhalb einer Woche die vorübergehende Aussetzung der Rücknahme ihrer Anteile nach Paragraph 81

Investmentgesetz erklären müssen, darunter der KanAm Grundinvest, der KanAm US-Grundinvest, AXA ImmoSelect, CS Euroreal, TMW Immobilien Welt Fonds, SEB ImmoInvest, Morgan Stanley P2 Value, der UBS 3 Kontinente und UBS Euroinvest, sowie der Catella Nordic Cities.

In der Summe wurde binnen weniger Tage rund ein Drittel der von offenen Immobilienfonds in Deutschland verwalteten Gelder „eingefroren“. Damit erreicht das Problem auch die Immobilien-Dachfonds: Können sie nicht mehr aus ihren Zielfonds heraus, müssen auch sie die Anteilsrücknahme aussetzen, so geschehen beim DJE Real Estate. Nur wer mit hoher Liquiditätsreserve und weniger panischen Anlegern gesegnet ist, kann offen bleiben. Einige andere Immobiliendachfonds werden hierzu gehören.

### **Und es könnte noch kälter werden.**

Denn weitere Fonds stehen auf der Kippe und sehen sich zunehmendem Abgabedruck ausgesetzt. Bitter ist die „Schließung“ der Fonds vor allem für jene Anteilsinhaber, die aus den Immobilienfonds regelmäßige Entnahmen zur Ergänzung ihrer laufender Einkünfte vornehmen, die diese Mittel in naher Zukunft für feste Verwendungszwecke verplant haben (*beispielsweise zur Tilgung von Darlehen*) bzw. sich mit dem Gedanken getragen hatten, in den nächsten Wochen Umschichtungen in Aktienfonds vorzunehmen. Veräußerbar sind die Anteile der genannten Immobilienfonds in den nächsten Wochen allenfalls über den Börsenhandel, wo erhebliche Abschläge drohen und Kriegsgewinnler bereits auf Notverkäufer warten.

### **Stellt sich die Frage, für wie lange die Rücknahme der Anteile „vorübergehend“ ausgesetzt bleibt?**

Zur Klärung trägt ein Blick in das Investmentgesetz (§81) bei: *„...Bis zur Veräußerung dieser Vermögensgegenstände zu angemessenen Bedingungen, längstens jedoch ein Jahr nach Vorlage des Anteils zur Rücknahme, kann die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme verweigern. Die Jahresfrist kann durch die Vertragsbedingungen auf zwei Jahre verlängert werden. Nach Ablauf dieser Frist darf die Kapitalanlagegesellschaft Vermögensgegenstände des Sondervermögens beleihen, wenn das erforderlich ist, um Mittel zur Rücknahme der Anteile zu beschaffen. Sie ist verpflichtet, diese Belastungen durch Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens oder in sonstiger Weise abzulösen, sobald dies zu angemessenen Bedingungen möglich ist“.*

Während die meisten Kapitalanlagegesellschaften zunächst von einer vorübergehenden dreimonatigen Aussetzung sprechen, hat die UBS bereits angekündigt die Pforten mindestens sechs Monate geschlossen zu halten.

### **Es sollte allen Beteiligten klar sein, dass die Investmentgesellschaften die Fristen auf keinen Fall freiwillig ausreizen werden.**

Jede KAG ist, wie auch die letzte Krise 2005 gezeigt hat, daran interessiert, die Rücknahme der Anteile möglichst schnell wieder aufzunehmen. Aber der Wille alleine genügt nicht. Das Umfeld muss es auch ermöglichen. Was dürfen wir also erwarten?

Die Gesellschaften werden die nächsten Wochen keineswegs tatenlos verstreichen lassen oder gar auf eine bessere Großwetterlage warten. Sie werden zuerst eine Bestandsaufnahme durchführen: Im Mittelpunkt der Analyse stehen zum einen die Verkaufsaufträge der letzten Wochen, insbesondere Tage (*wer hat verkauft, wie viel, warum?*), andererseits werden sie das Portfolio, insbesondere auch die Restliquidität prüfen.

Sie werden bemüht sein mit Argumentarien und Stellungnahmen darzustellen, wie attraktiv ihre Fonds sind und warum Ängste und Sorgen unbegründet sind. Das Ziel der Maßnahmen

ist die Rücknahme vieler bereits erteilter, aber nicht ausgeführter Verkaufsaufträge der Anleger. Die Initiatoren werden umso größere Anstrengungen an den Tag legen, als sie wissen, dass die nächsten Schritte dann angesichts der aktuellen Finanzkrise weniger viel versprechend sein werden; Fremdkapitalaufnahme oder gar Veräußerung von Objekten. Greifen die einfachen Mittel nicht, müssen sich die Anleger vermutlich auf längere Wartezeiten einstellen.

Abschließend bemerkt, darf man in diesem Zusammenhang erwarten, dass die betroffenen Gesellschaften bemüht sein werden, ihre Aktivitäten zu koordinieren und aufeinander abzustimmen. Das betrifft sowohl ihre vertrauensbildenden Maßnahmen, als auch mögliche Wiedereröffnungen und Notfallpläne.

**Mitte des Jahres hätte wohl kaum jemand geglaubt, dass man im Oktober über Mittelabflüsse bei offenen Immobilienfonds würde diskutieren müssen.**

Schließlich hatten deutsche Anleger dieser Fondsspezies in den ersten acht Monaten dieses Jahres per saldo frische Mittel in Höhe von mehr als fünf Milliarden Euro anvertraut. Angesichts der Tatsache, dass den offenen Immobilienfonds die Möglichkeiten der steuerlichen Optimierung ihrer Erträge auch über den Abgeltungssteuerstichtag hinaus erhalten bleiben und die in Deutschland domizilierten offenen Immobilienfonds auf Jahressicht der Finanzkrise zum Trotz im Schnitt +5,1% erzielten, wurde allgemein sogar von einer Verstärkung der Mittelzuflüsse ausgegangen.

Zudem waren die liquiden Positionen der Fonds (*nicht in Immobilien investiert*) mehrheitlich eher an ihre oberen, als die unteren Grenzen ihrer erlaubten Bandbreiten gestoßen. Die Bruttoliquidität einzelner Fonds lag deutlich über 35%, ihre Nettoliquidität (*nicht Zweck gebunden*) zum großen Teil bei mehr als 20% (*zum Vergleich: die gesetzliche Mindestliquidität liegt bei 5%, die von den Immobilienfonds freiwillig auferlegte bei 10%*).

Aber die allgemeine Angst um die Sicherheit von Basisinvestments, die Sorge vor Abwertungen der Objekte im Umfeld einer weltweiten Finanzkrise, die mittlerweile fast alles möglich erscheinen lässt, und ein dem Sprung der Lemminge ähnliches Verhalten der Marktteilnehmer, haben die Dämme brechen lassen und Milliardenabflüsse in kürzester Zeit ausgelöst.

Diese Krise war, auch wenn es einige wie immer anderes und besser wissen, nach unserer Einschätzung zumindest zu diesem Zeitpunkt nicht vorhersehbar, sie ist im wahrsten Sinne des Wortes „hausgemacht“ und herbeigeredet.

**Wir sehen die Attraktivität der Immobilienfonds nicht beeinträchtigt und halten den in einigen Medien diskutierten Abwertungsbedarf von 20% und mehr sogar für blanken Unsinn.**

Die Renditen offener Immobilienfonds werden in den nächsten Monaten angesichts der abrutschenden Weltkonjunktur möglicherweise sinken. Vorstellbar ist in unseren Augen im Schnitt aber nur ein rund ein bis zwei Prozent geringerer laufender Ertrag gegenüber den beiden Vorjahren.

Von einer völligen Neupreisung aller Objekte ist nicht auszugehen, zumal die Objekte der Portfolios jährlich neu bewertet werden und somit auch in diesem Jahr viele Immobilien schon bewertet wurden.

Die Angst vor größeren Wertverlusten ist unbegründet. Es mag betroffene Anteilsinhaber wenig trösten, aber die vorgesehenen Aussetzungen der Anteilsrücknahme erfolgen in ihrem Interesse und zu ihrem Schutz. Übereilte Notverkäufe einzelner Objekte unter Wert hätten den Anlegern und der Rolle von offenen Immobilienfonds langfristig nicht geholfen.

### **In den nächsten Wochen wird viel zu klären und zu besprechen sein.**

Zunächst einmal muss die Möglichkeit von Soforthilfen für betroffene illiquide Anleger ausgelotet werden.

Beispielsweise könnten Banken prüfen, in wieweit sie in der Lage sind, hausintern die Neukäufe (*ja, so etwas gibt es auch, und das ist auch vernünftig!*), gegen Auszahlpläne zu verrechnen oder ob dies z.B. Eigenhandelskriterien verletzen würde. Eventuelle Missverhältnisse zwischen Kaufauftragsvolumen und Verkaufsauftragsvolumen müssten ebenfalls betrachtet werden.

Danach sollte einmal genauer geklärt werden, in welchen Nuancen sich die Schließungserklärungen unterscheiden. So schrieb beispielsweise die SEB in ihrer Pressemitteilung: *„Die Rückgabe von Anteilen würde dazu führen, dass zu Lasten der übrigen Investoren, insbesondere der privaten Anleger, das Fondsvermögen überproportional beansprucht wird. Hierdurch müssten Liquiditätsreserven in Anspruch genommen werden, die angesichts der gegenwärtigen Verwerfungen an den Finanz- und Kapitalmärkten nicht oder nur mit massiven Abschlägen realisiert werden könnten“*. Wäre hier noch Liquidität gewesen, hätte man sie nicht zuvor so offensiv verplant?

In diesem Zusammenhang wird noch darüber zu sprechen sein, welche Risiken Immobilienfonds mit ihren „Barschaften“ eingehen dürfen. Es wird auch zu klären sein, warum manche Lehre, die man aus der letzten Liquiditätskrise der offenen Immobilienfonds 2005 ziehen wollte, noch nicht zum Tragen kam, z.B. ein wesentlich restriktiverer Umgang mit Großanlegern.

Und auch über den BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. wird man sprechen müssen, der in den letzten Wochen im Vor- und Umfeld der Immobilienkrise zumindest in seiner Außendarstellung kein rühmliches Bild abgegeben hat. Aufklärungsarbeit und Einwand-vorweg-Behandlungen wären sicherlich zweckdienlicher gewesen, als das „Schweigen im Walde“.

Und schließlich sollten die in der Branche allseits bekannten „Brunnenvergifter“, endlich einmal in ihre Schranken verwiesen werden. Ihre Verschwörungstheorien und Horrorszenarien haben einmal mehr nachhaltigen Schaden angerichtet.

### **Offene Immobilienfonds bleiben in unseren Augen auch in Zukunft wichtige Bausteine der privaten Vermögensbildung.**

Die Stabilität und die Höhe ihrer Erträge, ihre niedrigen Korrelationen zu anderen Assetklassen und die Tatsache, dass sie inflationsgeschützte Sachwerte verkörpern, machen sie attraktiv.

Daran hat auch die aktuelle Krise nichts geändert.

Es wird lange dauern, das in diesen Tagen verlorene Vertrauen in die Verfügbarkeit der Immobilienfonds zurück zu gewinnen.

Es gibt viel zu tun, packen wir es an!

*(11631 Zeichen mit Leerzeichen)*

Frei verwendbares Bildmaterial kann von der Internetseite [www.drescher-cie.de](http://www.drescher-cie.de) heruntergeladen werden.

---

**Sie finden unsere Pressemitteilungen auch unter:**

<http://www.drescher-cie.de/index.php?Ziel=Presse>

---

### **Terminvorschau 2008:**

**10. Petersberger Treffen 2008: „Rohstoffe: Einbahnstraße oder Sackgasse?“** am 21. November 2008 in Königswinter (Gästehaus Petersberg)

**5. Sustainability Congress** am 5. und 6. Mai 2009 in Bonn.  
Initiator: Drescher & Cie GmbH; Informationen: [www.sustainability-congress.de](http://www.sustainability-congress.de)

---

Drescher & Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH  
Westerwaldstr. 10 D-53757 Sankt Augustin  
Tel.: +49-(0)2241-93262-0 Fax: +49-(0)2241-93262-21 [www.drescher-cie.de](http://www.drescher-cie.de)

Kontakt für die Medien:  
[pressestelle@drescher-cie.de](mailto:pressestelle@drescher-cie.de)