

<http://www.faz.net/-hbv-85a6a>FAZJOB.NET LEBENSWEGE  
SCHULEFAZ.NET | F.A.Z. - E-PAPER  
F.A.S. - E-PAPER

Anmelden Abo Newsletter Mehr

HERAUSGEGEBEN VON WERNER D'INCA, JÜRGEN KAUBE,  
BERTHOLD KOLLER, HOLGER STEITZNERFrankfurter Allgemeine  
**Meine Finanzen**

Montag, 06. Juli 2015

VIDEO THEMEN BLOGS ARCHIV

POLITIK WIRTSCHAFT FINANZEN FEUILLETON SPORT GESELLSCHAFT STIL TECHNIK &amp; MOTOR WISSEN REISE BERUF &amp; CHANCE RHEIN-MAIN

Home Finanzen Meine Finanzen Vermögensfragen Die Vermögensfrage: Grau wie grauenhaft?

Die Vermögensfrage

## Grau wie grauenhaft?

Eigentum an Immobilien kann man auf verschiedene Art und Weise erreichen. Beim Privatanleger steht der Direkterwerb von Immobilieneigentum im Vordergrund.

05.07.2015, von RAINER JURETZEK



© WOLFGANG HAUT

Einer der ersten geschlossenen Immobilienfonds: Das Main-Taunus-Zentrum bei Frankfurt am Mai 1964

**E**igentum an Immobilien kann man auf verschiedene Art und Weise erreichen. Beim Privatanleger steht der Direkterwerb von Immobilieneigentum im Vordergrund. Dabei handelt es sich oft um den Erwerb zur Selbstnutzung - Einfamilienhaus oder Eigentumswohnung - oder auch der Erwerb zur Erzielung von Einkünften aus der Vermietung von Immobilien, zum Beispiel mit dem Kauf einer Eigentumswohnung. Eine andere Variante, die es im Übrigen schon mehr als 50 Jahre gibt, ist die indirekte Investition in Immobilien, in einen offenen Immobilienfonds, wie in der Ausgabe vom 6. Juni beschrieben. Bei der Direktinvestition steht dem Einsatz von Eigenkapital oft ein größerer Anteil an Fremdkapital gegenüber, zum Beispiel 20 Prozent Eigenkapital und 80 Prozent Hypothekenfinanzierung. Der Anteilserwerb von offenen Immobilienfonds erfolgt dagegen in der Regel durch die Anlage vorhandenen Kapitals. Auch wird nicht nur in Form einer Einmalanlage investiert, sondern in Form ratierlicher Einzahlungen, etwa zur Altersvorsorge.

Neben diesen beiden Formen gibt es aber noch eine weitere Variante, die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds. Diese Anlageform kann auf eine langjährige Geschichte zurückblicken. Einer der ersten dieser Immobilienfonds war das Main-Taunus-Zentrum in der Nähe von Frankfurt am Main, das im Jahre 1964 eröffnet wurde und nun seit über einem halben Jahrhundert für die Anleger ordentliche Renditen erwirtschaftet. Beginnend mit den achtziger Jahren, hat diese Anlageform über 20 Jahre einen bedeutenden Anteil im Bereich Immobilienanlagen erreicht.

### Der sogenannte „Graue Kapitalmarkt“

Das hatte vor allem zwei Gründe: Der gut verdienende Anleger konnte durch Steuerersparnisse sein tatsächlich eingesetztes Kapital verringern. Für Banken, Sparkassen und Finanzvertriebe sind mit dem Verkauf von Fondsanteilen verbundene hohe Abschlussprovisionen verbunden. Vielen Fondszeichnern war ein vergleichbarer Erfolg allerdings nicht vergönnt, weil insbesondere die Vertriebskosten und die Kosten der laufenden Verwaltung durch die Fondsgesellschaft den möglichen Gewinn auffraßen.

Darüber hinaus unterlagen die Fonds und die Fondsgesellschaften beziehungsweise die dahinterstehenden Initiatoren keiner laufenden Überwachung durch eine Aufsichtsbehörde. Die Fondsgattung wurde deshalb auch dem sogenannten „Grauen Kapitalmarkt“ zugerechnet. Wenn man „grau“ in diesem Zusammenhang mit „grauenhafter“ Anlageberatung gleichsetzt, mag der Begriff seinen Sinn haben, wenn man grau mit nebulös, also intransparent gleichsetzt, dann ist der Begriff eher irreführend.



© F.A.Z.

Geschlossene Immobilienfonds unterliegen schon lange einer gesetzlichen Prospektspflicht. Darin werden umfassend und ausführlich objektbezogene, rechtliche und steuerrechtliche Sachverhalte beschrieben, teilweise ergänzt um Immobilienwert- und Standortgutachten sowie Gutachten von Wirtschaftsprüfern zur betriebswirtschaftlichen und steuerlichen Konstruktion des Fonds. Das Problem allerdings war und ist: Sie wurden und werden häufig

nicht gelesen und auch nicht verstanden, weder vom Anlageberater mangels Interesse und mangels ausreichenden Fachwissens. Das Gleiche trifft auf den Anleger zu. Der verlässt sich verständlicherweise auf den (falschen) Anlageberater. Das Ganze hat aber in der vergangenen Dekade viele neue Arbeitsplätze in den auf Kapitalmarktrecht spezialisierten Anwaltskanzleien mit dem Schwerpunkt Anlegerschutz geschaffen. Wegen der jetzt eintretenden Verjährungsfristen wird die Zahl neuer Verfahren aber tendenziell zurückgehen.

### Finanzierte Objekte so vielfältig wie die Arten von Immobilien

All das hat dazu geführt, dass die Finanzkrise auch die geschlossenen Immobilienfonds nicht ungeschoren ließ. Nach der aktuellen Marktstudie der Feri Eurorating Services AG aus dem Jahr 2014 hat sich das plazierte Fondsvolumen geschlossener Immobilienfonds im Fünfjahreszeitraum von 2009 bis 2013 von 4,4 in 2009 auf rund 2,5 Milliarden Euro in 2013 fast halbiert. Eine weitere erhobene Zahl für diesen Zeitraum ist dabei interessant - die des vermittelten Eigenkapitals. Das plazierte Volumen hat sich von rund 2,5 auf rund 1,5 Milliarden Euro verringert. Im Verhältnis zum gesamten Plazierungsvolumen ist der Rückgang prozentual geringer. Dies resultiert aus einer sinkenden Fremdkapitalquote. Hier ist erkennbar, dass die Kreditgeber, die solche Fonds mitfinanzieren, auf Grund der erhöhten Risiken einen höheren Eigenkapitaleinsatz erwarten.

Die Objekte, die mittels geschlossener Fonds finanziert werden, sind so vielfältig wie die vorhandenen Arten von Immobilien. Klassiker sind in jedem Fall die Finanzierungen von Bürogebäuden, Supermärkten und Einkaufszentren, auch Logistikzentren sowie Hotels und Pflegeheime. Dabei steht über lange Jahre die Investition in ein einzelnes Objekt, also ein Bürogebäude, ein Hotel oder einen Supermarkt im Vordergrund. Das hat oft auch die Platzierung erleichtert, weil der Anleger sich mit dem Objekt, dem soliden Mieter und dem Standort identifizieren konnte. Die entsprechenden Informationen hat der Produktvertrieb geliefert. Der Immobilienfonds war also nicht „grau“, man wusste und weiß, was das Anlageobjekt ist. Es verändert sich auch nicht wie bei offenen Immobilienfonds, die immer wieder Objekte verkaufen und kaufen.

Der Ein-Objekt-Fonds hat den Vorteil, dass er von der Investitionsseite sehr übersichtlich ist, aber den Nachteil, dass bei einem Mietersausfall das Mietersausfallrisiko voll durchschlägt. Deshalb haben sich einige Initiatoren auf die Zusammenstellung von Immobilienportfolien verlegt. Diese bestehen beispielsweise aus einer Anzahl kleiner Einkaufszentren, regional gestreut, oft auch in kleinen Städten, mit mehreren Mietern. Da finden sich immer wieder die gleichen Supermarktketten als Mieter, von Aldi, Lidl, Rewe über die Drogeriemärkte bis zu den

Billiganbietern in der Bekleidungsbranche.

### **Kaufpreis in Abhängigkeit der Verwendung des Objekts**

Von besonderer Wichtigkeit ist die Wirtschaftlichkeitsrechnung in Form einer Prognoserechnung, die im Fondsprospekt dargestellt wird. Je mehr Objekte im Fonds sind, desto komplexer wird die Berechnung und deren Überprüfung zur Vorbereitung einer Anlageentscheidung. Was sind die Parameter, aus denen sich die Rentabilität eines Fonds ableitet? Zunächst einmal ist die Höhe der vereinbarten Mieten zu nennen, eventuell festgelegte Mietanpassungen und die Laufzeit der Mietverträge, sowie mögliche Sonderkündigungsrechte einzelner Mieter.

Allein die Vereinbarungen zu Mietanpassungen - in der Regel gekoppelt an die Inflationsrate - kann verschiedene Ausgestaltungen haben, die sich in der Prognoserechnung niederschlagen. Sofern der Fonds wie in der Regel auch Fremdkapital, also eine Hypothekenfinanzierung, aufnimmt, spielt die Entwicklung der Zinsen nach Ablauf der Zinsbindung und dem vereinbarten Tilgungsverlauf eine ganz bedeutende Rolle - nicht nur für die Rentabilität des Fonds, sondern auch für die Risikobeurteilung bei Mietausfall. Weiterhin sind die mietvertraglichen Vereinbarungen zu prüfen: Wer trägt die Kosten von Instandhaltung, Reparaturen und Renovierungen? Der Mieter oder der Vermieter? Fast alles ist möglich.

Ein besonderes Kapitel ist der vom Fonds zu zahlende Kaufpreis für den Erwerb. Dieser wird dargestellt als Multiplikator der Jahresmieten und steht in Abhängigkeit der Verwendung des Objekts sowie der Bauweise, dem Standort und der Lage. Meist haben die Fonds eine lange Laufzeit von 15 bis 20 Jahren und darüber hinaus. In die Rentabilitätsrechnung einbezogen wird natürlich auch der Verkaufspreis des Objekts bei Auflösung des Fonds. Oft wird dabei von einem sogenannten „Mietervielfacher“ ausgegangen. Ein Beispiel: Liegt der Kaufpreis eines Objekts beim Dreizehnfachen der Jahresmiete, mag der erwartete Verkaufspreis mit dem Sechzehnfachen der Jahresmiete veranschlagt werden. Begründet wird der höhere Multiplikator beim Verkauf damit, dass während einer langen Laufzeit die Grundstücks- und Gebäudepreise steigen.

### **Eigenkapitalzahlung kann über Jahre eingezahlt werden**

Hinzu kommt, dass durch die für die Berechnung der von der Inflationsrate abhängigen Mietsteigerungen eine weitere (fiktive) Verkaufspreisanhebung resultiert. Das schönt die damit errechnete Rentabilität signifikant. Ob dieser Ansatz zum Beispiel bei einem „Flachmann“ (Supermarkt) auf der „grünen Wiese“ realistisch ist, darf bezweifelt werden. In einem Vergleich der Inflations- und Immobilienindex-Veränderungsraten seit 1990 kommt die Immobilien-Ratingagentur Bulwien Gesa AG zu dem Ergebnis, dass der Immobilienindex erst seit 5 Jahren den Inflationsindex überstiegen hat.

	Wie groß ist eigentlich meine Rentenlücke?	Wie bei
Mehr zum Thema	Die private Krankenversicherung zu wechseln lohnt sich oft	anderen
	Drum rechne, wer sich ewig bindet...	

Kapitalanlageprodukten, geht auch bei den geschlossenen Immobilienfonds der Zug in Richtung komplexerer Finanzierungsstrukturen. In diesem Fall wird nicht bis zu einem bestimmten Zeitpunkt die gesamte Eigenkapitalzahlung fällig, sondern sie kann in einem Sparplan über Jahre eingezahlt werden. Ein Nachteil bei diesem Konstrukt ist, dass das zum Kauf eines Fondsobjektes benötigte Kapital nicht vorhanden ist und durch Fremdkapital ersetzt werden muss. Eine weitere Variante besteht darin, das benötigte Kapital in Form einer oder mehrerer zeitlich und nach Zinssätzen gestaffelter Anleihen zur Zeichnung anzubieten. Diese Vielfalt erschwert allerdings auch die Beurteilung des Risikos für den Anleger, der die Kommanditanteile zeichnet, weil die Anleihegläubiger vorrangig bedient werden. Fraglich an dieser Stelle ist, ob dem Kleinsparer auf Grund der langen Fondslaufzeit eine solche Beteiligung überhaupt angeboten werden sollte.

Das Fazit: Mit der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) sind aus geschlossenen Beteiligungen Alternative Investment Fonds (AIF) geworden und damit reguliert. Die Zahl der Anbieter ist wegen der drastisch erhöhten regulatorischen Anforderungen stark geschrumpft - ebenso das Produktangebot. Bei Einbindung von geschlossenen Beteiligungen in das Anlageportfolio ist in jedem Fall eine qualifizierte Beratung zu empfehlen.

Quelle: F.A.Z.

[Zur Homepage](#)Themen zu diesem Beitrag: [Immobilienfonds](#) | [Immobilie](#) | [Alle Themen](#)

Hier können Sie die Rechte an diesem Artikel erwerben

## Weitere Empfehlungen

Referendum in Griechenland

### Anleger, bleibt cool!

Nach dem griechischen Referendum muss niemand in Hektik verfallen. Ein zweites Lehman droht nicht. Wenn, dann kommt die Gefahr aus einer anderen Ecke. [Mehr](#) Von DYRK SCHERFF  
05.07.2015, 17:39 Uhr | [Wirtschaft](#)



Anzeige

### Teilnehmer für die Gleitsichtstudie gesucht

Aktion von brillen.de ermöglicht Sensationspreis beim Optiker vor Ort [Mehr](#)



powered by plista ▶

Steigender Meeresspiegel

### Klimawandel bedroht Luxus-Bauten in Miami Beach

Das Geschäft mit Luxus-Immobilien boomt im sonnigen Süden Floridas; im auch bei Touristen äußerst beliebten Miami Beach erzielen Makler Rekordpreise. Doch der Klimawandel lässt den Meeresspiegel steigen und schon jetzt hat die Stadt mit Überschwemmungen zu kämpfen.

[Mehr](#)22.04.2015, 17:34 Uhr | [Stil](#)

Anzeige

### Teilnehmer für die Gleitsichtstudie gesucht

Aktion von brillen.de ermöglicht Sensationspreis beim Optiker vor Ort [Mehr](#)



powered by plista ▶

Energiewende

### Trasse des zunehmenden Widerstands

Südlink soll einmal Strom von den Windmühlen im Norden für die Industrie nach Süden bringen. Im Norden verstehen das die Leute gut, je weiter man nach Süden kommt, desto größer wird der Widerstand. [Mehr](#) Von CLAUS PETER MÜLLER  
05.07.2015, 20:57 Uhr | [Politik](#)



Schwieriger Auftakt

### Streit um Oppenheim-Prozess

Seit zwei Jahren dauert der Prozess nun schon. Der Untreue-Prozess gegen vier Banker des Geldhauses Sal. Oppenheim sowie einen Immobilien-Unternehmer droht gleich zu Beginn zu platzen. [Mehr](#)  
29.01.2015, 13:06 Uhr | [Wirtschaft](#)



Freistehendes Bett

### Da legst dich nieder

Das Bett ist das wichtigste Möbel unseres postindustriellen Zeitalters. Nun rückt es in die Mitte des Raums vor. [Mehr](#) Von BIRGIT OCHS  
03.07.2015, 07:01 Uhr | [Stil](#)



## Frankfurter Allgemeine

---

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2001 - 2015  
Alle Rechte vorbehalten.

Quellen: TeleTrader Software AG, FWW GmbH, Morningstar Deutschland GmbH und weitere. Alle Börsendaten werden mit mindestens 15 Minuten Verzögerung dargestellt. Realtime-Index-Daten in Zusammenarbeit mit der Boerse Stuttgart - Powered by Structured Solutions